

جامعة النجاح الوطنية

عمادة البحث العلمي

مدخل إلى

علم التمويل

تأليف

نور الدين أبو الرب　　　**رشيد الكخن**

اسلام عبد الجواد　　　**مفيد الظاهر**

نابلس - فلسطين

-2002-

تقديم

نحمده تعالى وبعد، فيسر عمادة البحث العلمي في جامعة النجاح الوطنية أن تضع بين يدي القارئ الكريم هذا الكتاب الذي قام بتأليفه زملاء من الجامعة، وشارك بجهود اخراجه الى حيز الوجود كل من عميد البحث العلمي السابق ومكتب العمادة، اضافة الى هيئة التحكيم والمراجعة. ومع أنه كان لي شرف المشاركة ولو بقليل في اخراج هذا العمل إلا أنني شاهدت عن كثب الجهود المضنية التي بذلها الأخوة المؤلفون في اتمام أعمال النشر.

لقد عالج هذا الكتاب علم التمويل بكافة نواحيه من حيث مصادر الحصول على الأموال واستخدامها،.مبيناً النواحي النظرية والمفاهيم الأولية إضافة الى التفاصيل المحاسبية ودراسة الأسواق وغيرها، باسلوب سهل واضح شامل يشكر عليه المؤلفون. وهذا فن لا يخلو من علوم ومهارات تتعلق بتنمية الثروة، مع أني اخالفه في ما يتعلق بمبدأ الفوائد على اعتبار أنها ليست علماً وإنما ثقافة تتعلق بالمشكلة الاقتصادية. لذا فإنني أرجو الله أن يفيد منه طلبة العلوم الاقتصادية والادارية، اضافة الى قطاعات الشركات الخاصة والعامة في فلسطين والخارج.

إن نظرة سريعة الى حجم الانتاج العلمي الصادر عن جامعة النجاح سواء في مجال البحث العلمي الأصيل والتطبيقي أو في مجال التأليف تظهر تميزاً كمياً ونوعياً للجامعة بين جامعات فلسطين خاصة والأقطار العربية عامة، رغم الظروف المادية والسياسية القاسية. والله نسأل أن يستمر ويزدهر هذا التوجه في جامعاتنا خدمة للباحث والمؤلف والقارئ على السواء، انه سميع مجيب.

الاثنين ٢٣ شوال ١٤٢٢

الموافق ٢٠٠٢/١/٧

عميد البحث العلمي

جامعة النجاح الوطنية

أ. د. حكمت هلال

المحتويات

المقدمة

يهدف هذا الكتاب وفي محاولة متواضعة – من جانب المؤلفين – إلى تزويد القارئ بالمفاهيم والمعلومات الضرورية التي تمثل آخر ما توصل إليه علم التمويل، وروعي فيه الموازنة بين مفاهيم التمويل النظرية، والممارسات العملية للشركات بأشكالاها كافة في الاقتصاديات المتقدمة والنامية.

ويأتي هذا الكتاب بمحتوياته، خدمة لعدة قطاعات من القراء، على رأسها طلبة الجامعات وكليات المجتمع، باعتباره مرجعا ملائما لمساقات مبادئ التمويل، والإدارة المالية التي تدرس لطلبة كليات الاقتصاد والعلوم الإدارية في الجامعات العربية بشكل عام، والجامعات الفلسطينية بشكل خاص، وكذلك يعتبر مرجعا مهما لرجال الأعمال والعاملين في المؤسسات الاقتصادية والمالية، بالإضافة لكونه مرجعا ملائما للقراء والأفراد العاديين الذين يرغبون بتوسيع دائرة معارفهم وخبراتهم الذاتية في مجالات التمويل والاستثمار. ولتحقيق الأهداف المرجوة من هذا الكتاب فقد حاول المؤلفون كتابته بطريقة سهلة ومبسطة؛ لتسهيل فهمه على القارئ.

يتكون هذا الكتاب من سبعة فصول جاءت على النحو التالي:

الفصل الأول، خصص لعرض البيئة التمويلية وأثرها على قرارات المدير المالي، وأهمية علم التمويل وحقوله الأساسية وعلاقته بالعلوم الأخرى، والأشكال الرئيسة للوحدات الاقتصادية، وأهمية المعلومات المحاسبية وطبيعتها، وأنواع القوائم المالية الضرورية، أما الفصل الثاني فيبحث في مفهوم القيمة الزمنية للنقود، ومدى أهميته في القرارات المالية ويعرض الفصل الثالث مصادر تمويل الشركات المختلفة، وأهم النظريات التي تناولت هذا الموضوع، والممارسات العملية للشركات المساهمة في الاقتصاديات المتقدمة والنامية وفلسطين. ولأهمية الدور الذي تقوم به الأسواق النقدية وأسواق رأس المال في اقتصاديات الدول وتناول الفصل الرابع أهمية السوق المالي ومفهومه وأنواعه وأدواته ومؤسساته المختلفة، وتقييم الأوراق المالية.

ويغطي الفصل الخامس مفهوم هيكل رأس المال وتكلفته، وأهميته وكيفية احتساب عناصر الهيكل التمويلي المختلفة، وبالتالي احتساب ما يسمى بالمتوسط المرجح، لتكلفة رأس المال WACC، وكيفية استخدامه في تقييم المشاريع الاستثمارية.

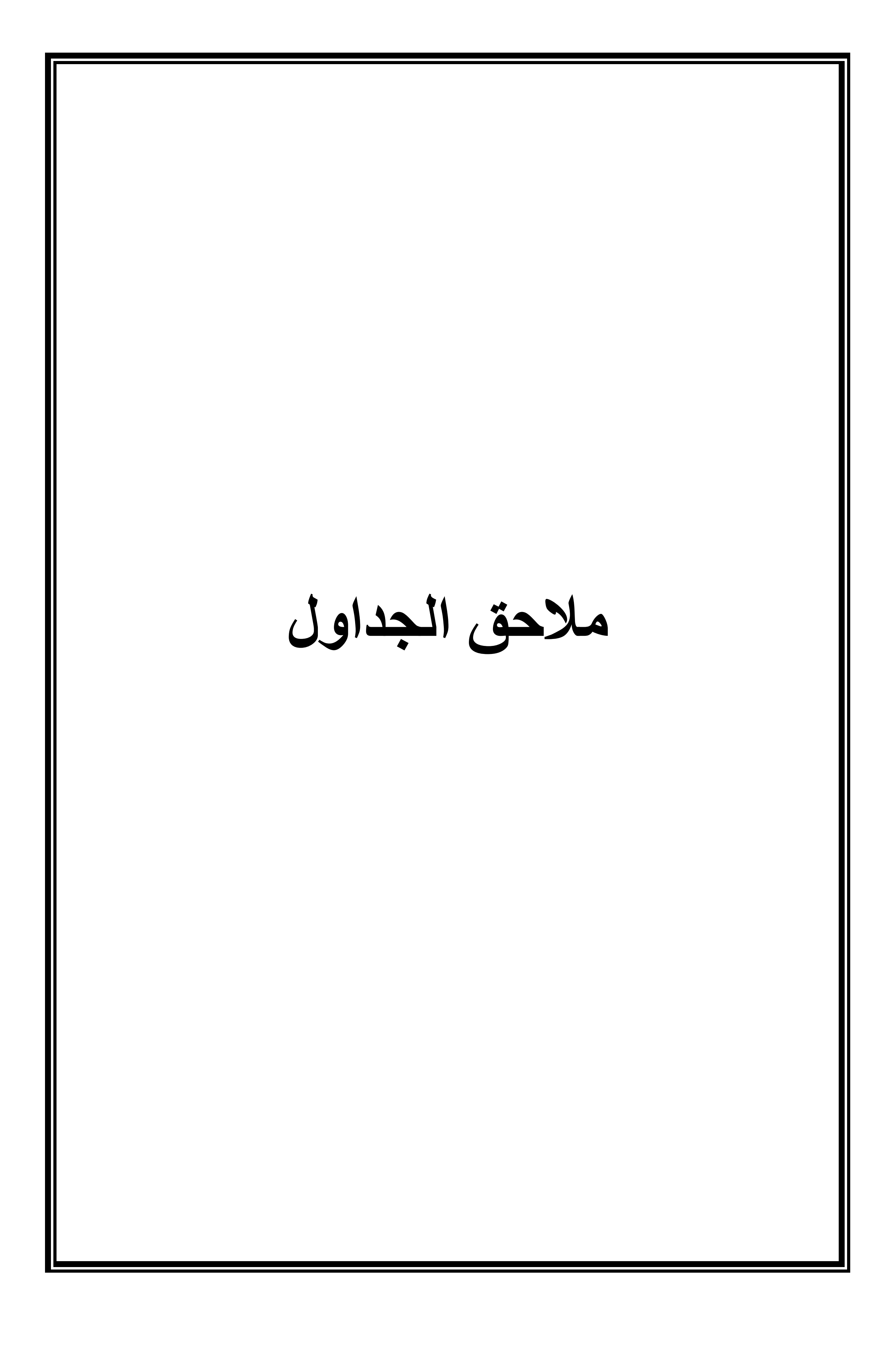
وخصص الفصل السادس لعرض قرارات الاستثمار من حيث التعريف بمفاهيم الاستثمار، وكذلك التعرف على أدوات الاستثمار المختلفة، وأبرز مزاياها وعيوبها.

واستكمالا للفصل السادس وما لعنصري العائد والمخاطرة من أهمية عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، فقد خصص الفصل السابع والأخير لعرض مفهومي العائد والمخاطرة، وطرق قياسهما وكيفية الموازنة بينهما.

وأخيرا، نرجو من الله العلي القدير أن نكون قد وفقنا في تقديم ما يحقق المنفعة للقارئ بشكل عام وللطالب بشكل خاص.

والله ولي التوفيق

المؤلفون



ملاحق الجداول

الفصل الأول

التمويل والبيئة التشغيليه

Finance and Environment

تطور مفهوم التمويل خلال العقدين الأخيرين تطوراً ملحوظاً، وكان هذا التطور من المستلزمات الضرورية للتغلب على التحديات المتزايدة التي تواجه منشآت الأعمال. وقد تميز هذان العقدان بازدياد حدة المنافسة، وحدة التضخم، والتدخل الحكومي المباشر وغير المباشر في النشاط الاقتصادي، كما تميزا بالتقدم التكنولوجي الهائل، وتزايد المسؤولية الاجتماعية للشركات، وأصبحت منشآت الأعمال في الوقت الحالي تواجه تحدياً جديداً اسمه العولمة Globalization، مما حمل المدير مسؤوليات جديدة، وأصبح مطلوبا منه أن يواجه – محلياً وإقليمياً وعالمياً وتكنولوجياً واقتصادياً وتشريعياً وتنافسياً – العديد من التحديات الجديدة التي أصبحت لا غنى عن مواجهتها من جانب كل مدير يسعى لإنجاح مؤسسته، فأصبح مطلوب منه أن يتحرك تحركا ديناميكيا؛ لتطوير الأداء الإداري،الشيء الذي يساعد على معالجة كفؤة وفعالة لهذه التحديات.

يهدف هذا الفصل إلى التعريف بمفهوم التمويل، وهدف الإدارة المالية، والتعريف بعناصر البيئة التشغيلية التي يعمل في ظلها المدير المالي وتأثيرها على قراراته المالية.

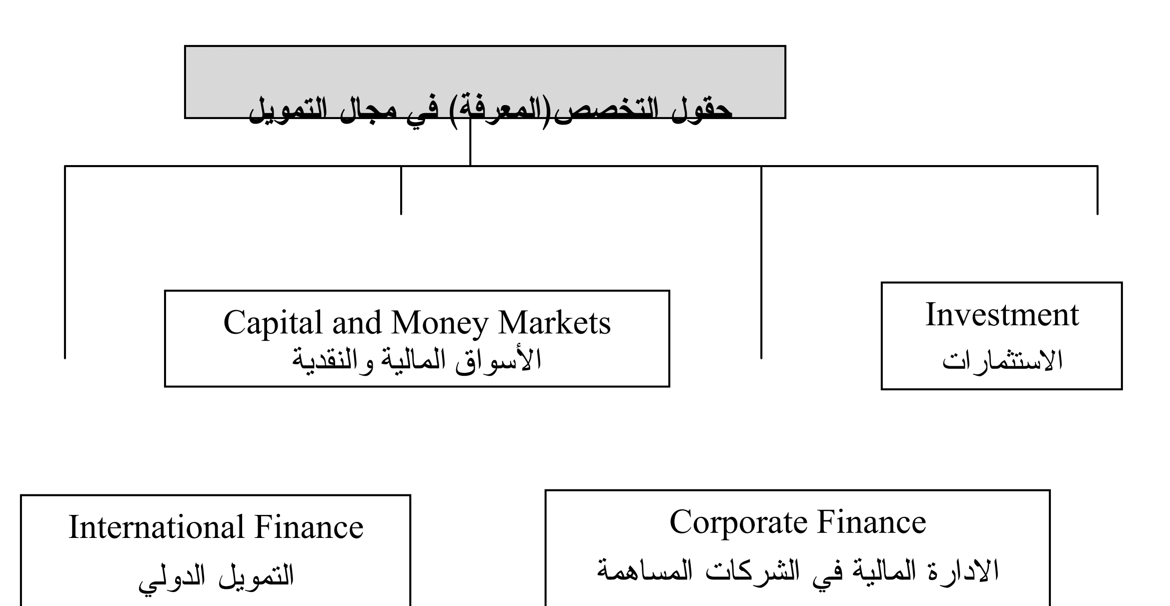
أولا: مفهوم التمويل

يخلط بعض الدارسين بين مفهوم الإدارة المالية ومفهوم التمويل، ولكي نستطيع التمييز بشكل دقيق بين المفهومين سنقوم أولا بتعريف المصطلحين:

تعرف عملية التمويل Financing على أنها الحصول على الأموال من أنسب المصادر المختلفة.

بينما تُعرف الإدارة المالية Financial Management على أنها الحصول على الأموال من أنسب المصادر وحسن إدارتها واستخدامها، بالإضافة الى التخطيط والرقابة المالية، أي إدارة كل النواحي المالية بالشركة. فالإدارة المالية هي التطبيق العملي لمفاهيم علم التمويل في الشركات، بينما علم التمويل Finance كأحد مجالات المعرفة – والذي – سيكون موضوع هذا الكتاب – فإنه يضم أربعة حقول رئيسة تشمل الاستثمارات، والأسواق المالية والنقدية، وتمويل الشركات، والتمويل الدولي، والشكل رقـــم (١) يوضح ذلك.

شكل (١)



من خلال شكل (١) نلاحظ بأن مجال التمويل هو مجال واسع، ولن يقتصر حديثنا على عملية التمويل Financing وحسب، بل سيدرس معالجة موضوع التمويل كحقل من حقول المعرفة، وبذلك يتسع ليشمل الاستثمارات، وتمويل الشركات، والأسواق المالية والنقدية والتمويل الدولي، فالمقصود هنا بكلمة التمويل: هو مجال من مجالات المعرفة، وليس مجرد وظيفة الحصول على الأموال في منشأة، ويعود اتساع مجال التمويل إلى ما تشهده المجتمعات المتقدمة من تطور ورقي ونهضة في شتى المجالات، علما أن هذه التطورات والإنجازات لم تتحقق، بسبب امتلاك الموارد فقط، بل لأنها متطورة إداريا، بمعنى أنها استطاعت أن تمد مؤسسات الإنتاج بالمال والموارد الأخرى اللازمة لإنشائها أو توسعها أو تفريعها، بالاضافه إلى مد هذه المشاريع بالعنصر البشري المؤهل لإدارة هذه الموارد، ويجب معرفة أن الطرق المختلفة التي تحصل بها الشركات أو المؤسسات على ما تحتاج إليه لقيامها وازدهار نشاطها من أموال هي أول ما يفكر فيه كل صاحب مشروع أو مدير، إذ لا يمكن الحديث عن أي استثمار قد يؤدي إلى الربح دون وجود رأس المال.فالفرص الاستثمارية تتمتع بالكثافة، بينما رأس المال يتمتع بالندرة، وبقدر حجم التمويل ووفرة مصادره، وحسن استثماره، يكون العائد أو الربح الذي هو هدف كل نشاط اقتصادي للقطاع الخاص.

وفي ظل الاقتصاد الحديث فإن كل شخص يستخدم مفاهيم التمويل بشكل من الأشكال سواء أكان هذا التمويل ملكاً للدولة، او ممولاً من أشخاص بغض النظر عن حجمه. من هنا فإن مجال العلوم المالية هو مجال واسع، إذ أخذ بالتطور المستمر مع تطور مجالات الحياة كافة، فكما هو موضح بالشكل السابق فإن مجال العلوم المالية هو الاستثمار والأسواق المالية والنقدية وتمويل الشركات والتمويل الدولي، فالتمويل علم لا يقتصر فقط على الحصول على الأموال، بل يتعدى ذلك،

لكي ينتقل ويكون مسؤولا عن جانب الاستثمارات، فرجل التمويل ومنذ الستينيات أصبح صاحب قرار، ويتحمل مسؤولية إدارة أموال الشركة، والحفاظ عليها بتعظيم قيمتها.

فعلم التمويل هو علم واسع وديناميكي وفي حالة تطور دائم؛ لذلك نجده يشمل تخصصات متعددة، ومن يرغب في التخصص والعمل المستقبلي في مجال التمويل عليه الإدراك التام والمعرفة الشمولية بهذه الجوانب والتخصصات؛ لذلك سنحاول أن نتطرق لهذه المواضيع بشيء من التفصيل في فصول مستقلة، ونكتفي الآن بعرض لمحة بسيطة عن كل مجال حتى يتعرف القارئ على المواضيع التي يركز عليها ويبحثها كل تخصص.

١. الأسواق المالية والنقدية Capital and Money Markets

يحتوي هذا الحقل على مواضيع كثيرة ومتعددة، إذ يشمل المؤسسات المالية بأنواعها وأشكالها كافة، مثل البنوك وشركات التأمين ومؤسسات الإقراض، كما يشمل آلية عمل أسواق الأوراق المالية والأسواق النقدية.

فإذا ما رغب أحد أن يتخصص في أحد حقول هذا المجال، ولكي ينجح في عمله المستقبلي فان عليه أن يتعرف على الأسباب التي تؤدي إلى ارتفاع وانخفاض معدلات الفائدة، كما أن عليه أن يتعرف على الأنواع العديدة للأدوات المالية مثل الرهونات Mortgages وكيفية التعامل معها, وشهادات الإيداع Certificates of Deposit بأشكالها وأنواعها، وطرق إصدارها، وكيفية تداولها، و أن يتعرف على جميع المفاهيم التي لها علاقة بإدارة الأعمال؛ لأن إدارة أية مؤسسة مالية تعني المعرفة بالمحاسبة، والتسويق ونظم المعلومات، ناهيك عن الإلمام بمهارة الاتصال Communication Skill.

٢. الاستثمار Investments

يحتوي هذا الحقل على مجالات عدة ، تتطلب من المتخصص بهذا المجال معرفة المواضيع المتعلقة ببيوت السمسرة كافة، التي تختص ببيع أو تحليل الأوراق المالية, والتعرف على إدارة استثمارات البنوك وصناديق الادخار, كما أنه يتطلب المعرفة بكيفية إدارة واستثمار أموال شركات التأمين، وتكوين محفظتها الاستثمارية أو المالية، أو التخصص بكيفية استثمار أموال صناديق التقاعد.

٣. التمويل الدولي International Finance

يركز هذا المجال على مصادر التمويل والاستثمارات في نطاقها الدولي، إن مواضيع هذا التخصص في تغير ديناميكي مستمر، لما تشهده الساحة الاقتصادية العالمية من تطورات وتغيرات، سواء على صعيد سياسات موازين المدفوعات، وما يتبعها من تغير لأسعار الصرف، أم لنتائج تلك التغيرات والتطورات على الشركات، وخاصة العابرة للقارات، واستحداث الأساليب المتطورة للتنبؤ

بأسعار الصرف، بهدف التقليل من المخاطر التي تواجهها، وطرق الحماية Hedging التي تستخدمها الشركات المتعددة الجنسية من مخاطر الانكشاف Exposure، بعد أن تكون قد تنبأت Forecasting بشكل مسبق بالتغيرات المتوقعة لأسعار الصرف، بالاضافه إلى المخاطر السياسية التي تتعرض لها هذه الشركات، كما أن هذا المجال يغطي أشكال التكتلات الاقتصادية كافة، الاقليمية والعالمية ومؤسسات التمويل الدولي.

٤. الاداره المالية في الشركات Corporate Finance

يعتبر هذا الجانب من أشمل المجالات وأوسعها، إذ يوفر لمتخصصه فرص عمل كثيرة ومتعددة, ولكن بالمقابل يتطلب من المتخصص بهذا الحقل الالمام التام بجميع الحقول الأخرى، فعندما يشغل شخص ما وظيفة المدير المالي، فإنه سيكون مسؤولا عن تحديد مصادر التمويل، وكيفية استثمارها في الشركات؛ لذلك فإننا سنعطي هذا الموضوع أهمية خاصة في المواضيع القادمة.

نستنتج مما سبق أن علم التمويل كأحد مجالات المعرفة يتكون من مجموعة من الحقائق والأسس العلمية والنظريات التي تتعلق بالحصول على الأموال من مصادرها المختلفة، وحسن إدارتها واستخدامها، سواء من جانب الأفراد أم منشآت الأعمال أم الحكومات، فعلى المستوى الفردي Personal Finance يسعى الأفراد إلى تحقيق أقصى ما يمكن من الرفاهية، فيسارعون إلى تنظيم مدفوعاتهم، وتظهر المشاكل لديهم إذا ما كان دخلهم لا يكفي لإجراء مدفوعات استثنائية تكون أكبر نسبيا من الدخل الخاص بالفترة الجارية، فيتعلق التمويل بكيفية توزيع الأفراد لدخلهم بين الاستهلاك والاستثمار، وكذلك بكيفية اختيارهم لفرصة استثمارية من بين الفرص الاستثمارية العديدة المتاحة أمامهم، وكذلك بكيفية حصولهم على الأموال اللازمة، لزيادة استهلاكهم أو استثماراتهم.

أما فيما يتعلق بمنشآت الأعمال والتي تسعى إلى البقاء والاستمرارية، وتحقيق الهدف النهائي للمالكين – وهو تعظيم ثروتهم- فإنها تسعى إلى استغلال كل الفرص الاستثمارية التي تواجهها، وبالتالي فإنها تحاول التغلب على مشكلة ندرة الأموال، وذلك بالبحث عن مصادر التمويل، وتحديد كيفية الحصول على الموارد المالية اللازمة، لتمويل تلك الاستثمارات، اخذين بعين الاعتبار التوفيق بين العائد المتوقع والمخاطره في كل هذه القرارات، ويتضمن التمويل أيضا دراسة أسواق المال؛ لأنها توفر المصادر المالية للمدير المالي؛ للحصول على احتياجات مؤسسته، أو لاستثمار الفائض النقدي الذي يمتلكه.

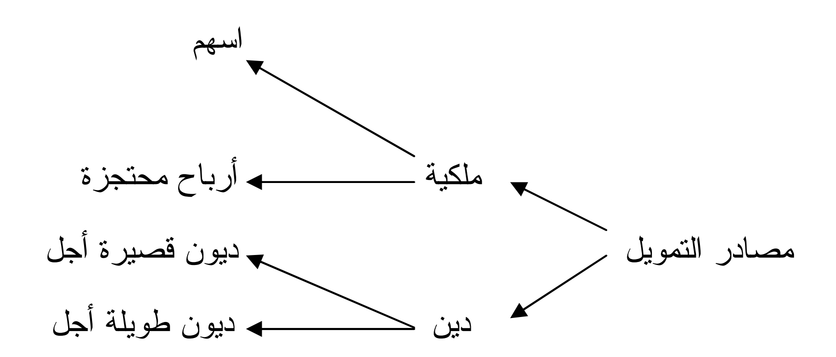
تمارس الإدارة المالية في أي مشروع النشاطات الإدارية بأشكالها كافة، وفي العادة تكون هذه الدائرة مسؤولة وبشكل مباشر عن إنجاح أعمال الدوائر الأخرى، فلا يمكن أن نتصور أنه بالإمكان إنجاح أي مشروع دون توفر المال، وبدونه لا يمكن أن تترجم أي من الخطط سواء أكان ذلك لتطوير المشروع، أم لاستحداث مشروع جديد، دون أن يكون هناك أموال كافية لترجمة هذه الخطط على أرض الواقع. من هنا كان وجود دائرة للشؤون المالية ضرورياً في كل منشأه، ويعتمد بناء هذه

الدائرة التنظيمي على حجم المنشأة وطبيعة عملها، ويشرف على هذه الدائرة المدير المالي Chief FinancialOfficer (CFO) الذي يمارس جميع النشاطات الإدارية في مجال الأموال، فيتحمل بذلك المسؤوليات الأساسية في المشاريع، لذلك يطلق عليه في أحيان كثيرة مصطلح Vice President for Finance نائب الرئيس للشؤون المالية، لأهمية المهام الملقاة على عاتقه.

وتتمثل الوظائف الرئيسة للمديرين الماليين في وضع الخطط المالية الملائمة والرقابه على الأمور المالية خصوصا من خلال قسم المحاسبة، بالإضافة الى الحصول على الأموال من أنسب المصادر، ووضع الاستراتيجيات المثلى، لاستخدام هذه الأموال، ولكي تنجح الدائره المالية – التي تقع تحت إشراف وادارة المدير المالي – فلا بد أن يكون المدير ملماً بشكل كامل بحقول التمويل.

ولكي نستطيع أن نفهم عمل المدير المالي، والخيارات المتاحة أمامه، سنلقي نظرة سريعة على قرار اختيار مصادر التمويل– والذي هو من أهم القرارات المالية– و يمكن تقسيم مصادر التمويل إلى مصدرين هما:

١. التمويل بالملكيه: و يتمثل بالأسهم العادية والأرباح المحتجزة .
٢. التمويل بالدين: ويتمثل بالديون قصيرة الأجل ومتوسطة الأجل والديون طويلة الأجل (السندات).



لذلك فإن أمام المدير المالي أكثر من خيار يستطيع أن ينصح به المدير العام أو مجلس الإدارة في حالة إبداء وجهة نظره، لتحديد مصدر التمويل الملائم، و يجب عليه أن يختار مصدر التمويل الأرخص، بحيث لا يعرض المنشاة لخطر كبير، ويجب أن يتماشى مصدر التمويل مع الغرض الذي من أجله تم البحث عن تلك الأموال، إذ انه – وبشكل مسبق – يكون قد حدد الموقع الذي سيتم إنفاق هذه الأموال، وبالتالي يستطيع ان يختار المصدر الأنسب للمنشأه سواء أكان من أموال الملكيه أم من أموال الدين، وعليه فإن المدير المالي يجب أن يكون ذا حجة قوية، وقدرة عالية على الإقناع، لذا يتحتم على المدير المالي المعرفة التامة والدراية الكاملة بالاحتياجات المستقبلية للمنشاة، وبأوضاع السوق، لكي يستطيع أن يختار أرخص مصادر التمويل والتسهيلات وأفضلها، وهذا لا يمكن أن

يحصل إلا إذا مارس المدير المالي وبشكل سليم التخطيط المسبق المرتكز على قاعدة معلوماتية صحيحة.

تاريخ دراسة التمويل Historical Perspective on the Study of Finance

ظهر مجال التخصص في التمويل بشكل مستقل في كليات الأعمال الادارية مع بداية القرن الماضي، وقد كان تركيز هذا التخصص في البداية على تكوين الشركات، وعمليات الاندماج Merger وكانت تلك الأمور محور اهتمام كل المفكرين، واستمر الأمر كذلك حتى العشرينيات من القرن الماضي، إذ بدأ الاهتمام بالبحث عن مصادر جديدة لتمويل الاستثمارات، فبدأ علم التمويل بمعالجة أنواع السندات التي يمكن للشركات إصدارها للحصول على مصادر التمويل.

وخلال فترة الكساد العالمي سنة ١٩٣٠ حصل تغير في مجال اهتمام التمويل، فتم التحول من التركيز على النشاط التوسعي Expansion للشركات، إلى التركيز على نشاط آخر يتوافق والتطورات العالمية، وهو البحث عن كيفية بقاء الشركات Survival، ومعالجة مواضيع الإفلاس Bankruptcy، وبدأ يولي أهمية كبرى لأعادة تنظيم المنشآت وسيولتها، وتنظيم الأسواق المالية.

وعرف التمويل – خلال الأربعينيات وبداية الخمسينيات – كمجال وصفي ينظر للمؤسسات نظرة خارجية أكثر منها تكون إدارية، ولكن في نهاية الخمسينيات وبداية الستينيات تحول مفهوم التمويل من كونه مجالاً للتحليل التمويلي النظري الى كونه علماً يختص بكل القرارات التي تتعلق بالمنشأة كاختيار الأصول، وتحديد الهيكل المالي، وأصبحت المهمة الأساسية المرتبطة بالوظيفة المالية هي البحث عن الكيفية التي يمكن من خلالها تعظيم قيمة ثروة المالكين Maximize Stock holders Wealth. واستمر علم التمويل في التطور، ففي الثمانينيات كانت هناك وقفة تقييمية من قبل المختصين بالتمويل نتيجة للتحديات الجديدة التي بدأت تواجه المدراء الماليين وأهمها:

١. التضخم Inflation وتأثيره على قرارات الأعمال

شهدت الدول الصناعية– ومعظم دول العالم– درجات عالية من التضخم في نهاية السبعينيات وبداية الثمانينيات، ويقصد به الارتفاع المستمر في الأسعار، مما يؤدي إلى تآكل القوة الشرائية للعملة، وبالتالي أصبح علم التمويل مطالباً بإدخال هذا العامل المهم في تحليل أي قرار مالي مثل: ايجاد معايير جديدة لتقييم المشاريع الاستثمارية تأخذ بعين الاعتبار عامل التضخم، وتحدد مصدر الأموال بما ينسجم وأهداف المشاريع الاستثمارية.

٢. **تطور تنظيم المسؤوليات الاجتماعية Social Responsibilities**

أصبحت المسؤوليات الاجتماعية إحدى أهم المعايير التي تأخذها المنشآت بعين الاعتبار في قراراتها الاستثمارية، فظهرت مساءلة للمنشآت فيما يخص الأعمال التي تؤثر على الهواء وتلوث المياه والسلامة المهنية Worker Safety ... الخ.

٣. **نتيجة التوسع في الأعمال المالية وابتكار الخدمات المالية المتطورة والجديدة** من قبل الشركات غير المالية، كانت هناك وقفة لأعادة تنظيم المؤسسات المالية؛ حتى تتمكن هذه المؤسسات من المنافسة، و الحفاظ على حصتها السوقية.

٤. **ظاهرة الاندماج بكل اشكاله**

ويقصد به انضمام الشركات إلى بعضها؛ للاستفادة من مقدرات تكاملية متوفرة لديها.

٥. **التوسع الكبير في حجم الأسواق والأعمال.**

٦. **التطور الهائل والسريع في مجال الكمبيوتر.**

هذه التطورات جعلت علم التمويل يتطور حتى يواكبها؛ لانه علم ديناميكي، وفي حالة تغير مستمر لمواكبة التغيرات العالمية.

وفي التسعينيات حصلت أحداث كثيرة وتطورات هامة أدت إلى إعادة التفكير مرة أخرى في مواضيع الاداره المالية، ومن هذه التطورات:

أولا: العولمة، ومن أهم أسبابها:

١. التقدم المستمر في الاتصالات والمواصلات، الذي أدى إلى انخفاض تكاليف الشحن، وبالتالي تحسين التجارة الدولية وتعاظمها .
٢. استحداث مؤسسة المواصفات والمقاييس الدولية، فبعد أن كانت كل دولة تضع مواصفات خاصة للسلع المسموح بدخولها الى أراضيها- الشيء الذي كان يقف عائقاً في وجه حركة التجارة العالمية- ظهر ما يعرف بتوحيد المقاييس العالمية، لتسهيل حركة انتقال السلع، وخفض القيود المفروضة على انتقالها.
٣. تخفيض الحواجز والتعرفة الجمركية من قبل الحكومات نتيجة الاتفاقيات العالمية وعلى الأخص اتفاقية التجارة الحرة، وما تمخّض عنها من نتائج، وخاصة ظهور منظمة التجارة العالمية، مما قلل من فرصة بعض الشركات بالحماية التي كانت تتمتع بها، لانه لم يعد هناك حواجز تحول دون دخول السلع أو رأس المال أو الشركات المنافسة إلى الأسواق المحلية.
٤. التكنولوجيا العالية، تحاول الشركات تعزيز قدرتها التنافسية بطرق عدة، وإدخال التكنولوجيا لانتاج كميات كبيرة؛ لتخفيض تكاليف الوحدة الواحدة، فأخذت الشركات تنتج هذه الكميات الكبيرة، من أجل تسويقها، وبعد أن تشبعت أسواقها المحلية، أخذت في التوجه عالميا سواء

أكان ذلك من خلال فتح فروع Subsidiary في بلد أجنبي أم من خلال الأعمال المشتركة Joint Venture، فبدأت الشركات تبحث عن عوامل الانتاج الأقل كلفة وعن الأسواق الجديده.

لم تكن الشركات التي تعمل في المجالات الخدماتية بمعزل عن مفهوم العولمة، فالبنوك وشركات الأموال وشركات المحاسبة تأثرت كبيرا بهذا المفهوم، فزادت المنافسة التي تواجهها هذه المؤسسات، ناهيك عن كون بعض الدول تفتقر لبعض الخدمات، وربما لم يكن بمقدور الشركات المحلية أن تقدم مثل هذه الخدمات، بالأضافه إلى أن المستهلك يفكر دائما أن الخدمة التي تقدمها الشركات العالمية هي ذات جودة أعلى.

ثانيا: في التسعينيات توسع الاعتماد على استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصالات والحاسبات.

فالتكنولوجيا الحديثة غيرت المفاهيم القديمة حول طريقة اتخاذ القرارات المالية فأصبحت الشركات تمتلك شبكة للمعلومات Information Net Work ، بحيث اصبح المدير المالي قادراً على الاتصال بالأسواق المالية والزبائن من مكتبه، وأصبح قادراً على استخدام التحليل الكمي بكل يسر وسهولة، من هنا فانه إذا أردت أن تكون مديراً مالياً ناجحاً فيجب أن تكون مُلمّاً باستخدام الكمبيوتر وتتوفر لديك مهارة التحليل الكمي.

ثالثاً: في التسعينيات – وخاصة بعد ظهور أزمة مديونية الشركات اليابانية – بــدأت التوجهــات

فــي معظم الشركات نحو إعادة النظر في الهيكل المالي للشركات فأخذت الشركات تعمل على تخفيض المديونية، وتعتبر هذه الطريقة في تكوين الهيكل المالي جديدة وغير مألوفة لعلم التمويل.

رابعاً: ومن اهم التطورات والأحداث التي أثرت على مفهوم التمويل في التسعينيــات، التغيــر فـــي

مفهــوم حقوق المساهمين، ومن يحكم الشركة ويسيطر عليها، فمعظــم الشركــات العملاقــة أمثـــال Sears, General Motors, IBM واجهتها هذه المشكلة في بدايات التسعينيات إذ أدى نشاط وفاعلية المساهمين إلى تغيير مجالس الإدارة في هذه الشركات، فلوحظ هذا النشاط للمساهمين عندما قامت شركات باستثمار اموالها في هذه الشركات العملاقة من خلال دخولها لأسواق المال كمشترية لأسهم هذه الشركات، أمثال مؤسسات صناديق التقاعد التي استثمرت اموالها في هذه الشركات. واذا ما أخذنا بعين الاعتبار أن لهذه الصناديق أهدافاً مركبةً، فانه وبكل تاكيد سيؤدي الى نتائج غير جيده للمساهمين، وهذا ما حصل مع شركة General Motors, و IBM مما أدى الى طرد الادارة العليا لهذه الشركات.

هدف وظيفة التمويل في المنشات

إن أهداف الأقسام المختلفة في المنشآت تتم صياغتها بحيث تنسجم مع الهدف الرئيسي للمنشأة ككل، ومع انفصال الملكية عن الادارة أصبح المدير بمثابة ربان السفينة الذي يسعى دائما الى ايصال سفينته إلى بر الأمان، فهدف الادارة المالية في المنشآت، هو تحقيق غاية المساهمين من خلال تعظيم ثروتهم، وتحقيق المنفعة القصوى لهم، ولكن السؤال الذي يطرح نفسه هو كيفية تعظيم ثروة المالكين، وهل تتم من خلال التركيز على الأرباح؟ هذا السؤال كثيرا ما شغل بال علماء التمويل، والمهتمين بالشؤون المالية في المنشآت، فالحقيقة كان الاعتقاد السائد أنه من الطبيعي أن الاهتمام يجب ان يكون مركزاً على الأرباح فقط، ولكن وبعد أن ظهر ما يعرف الآن بالتضخم، وتآكل القوة الشرائية للنقود، وأنه بالإمكان احتساب القيمة الزمنيه للنقود في ظل فاعلية الأسواق المالية، فإن المقياس الأساسي لثروة المساهمين (أي لحاملي الأسهم) يتمثل بقيمة أسعار الأسهم في الأسواق المالية.

وزيادة الثروة للمالكين لا يتم الا من خلال القرارات السليمه المبنية على التخطيط والرقابة المالية، مما يؤدي إلى أداء أفضل وبالتالي تحقيق الهدف المنشود، وهكذا يمكن مضاعفة الأرباح من خلال التركيز على مضاعفة الثروة، أما إذا ما تم التركيز فقط على تحقيق الأرباح، فإنه من الممكن أن لا يؤدي إلى زيادة الثروة، وأكبر مثال على ذلك انه تبين من خلال الدراسات الادارية الحديثة حول خصائص الشركات المعمرة التي استطاعت أن تستمر في ظل المنافسه الشديدة والعوامل الأخرى، هو عزوف تلك الشركات عن التركيز على الأرباح في المدى القصير، والتركيز بالمقارنة على تحقيق أكبر زيادة ممكنة في حقوق الملكية [Equity] على المدى الطويل، كما يعكسها الارتفاع الهائل في قيمة أسهمها، وتعتبر المقولة الشهيرة لـW.V.Siemens مؤسس شركةSiemens العملاقة عن هذا الاتجاه أصدق تعبير حيث يقول:

I Refuse to Sell our Future for the Sake of Short Term Profit لايضاح ذلك نعرض

المثال التالي:

افترض أن شركة ما حصلت على رأس مال إضافي عن طريق إصدار وبيع أسهم جديدة، ومن ثم استثمرت رأس المال هذا بشراء سندات حكومية، سوف يؤدي ذلك إلى ازدياد الربح الاجمالي للشركة، ولكن في الوقت نفسه فان عدد أسهمها المتداولة في السوق سيزداد بمقدار عدد الأسهم التي أصدرتها الشركة، للحصول على رأس المال هذا، من هنا سوف نحصل على نتيجة بأنه إذا لم تحقق المنشأة أرباحا أعلى مما كانت علية قبل اصدار الأسهم الجديدة، واذا كانت نسبة الزيادة في الأسهم المتداولة اعلى من نسبة الزيادة في الربح الاجمالي، فإن ربحية السهم ستنخفض، مسببة الانخفاض في قيمة كل سهم من أسهم الشركة، وبالتالي في ثروة المالكين، فالبحث عن تحقيق أقصى ربح للشركة لن يضمن بشكل حتمي تحقيق أقصى ثروة للمساهمين، لذلك فانه يتطلب من المديرين الماليين

أن يدركوا انه على الرغم من أهمية الربح للشركة، الإ أنه عليهم التركيز على القيمة السوقية للشركة بدلا من الأرباح الأجمالية للشركة.

علاقة التمويل بمجالات المعرفة الأخرى

إن مجال التمويل هو أحد مجالات العلوم الادارية، ولكن له مصطلحاته ومفاهيمه بالرغم من أنه يعتبر اليوم من أهم التخصصات في كليات العلوم الادارية، بسبب التطورات الاقتصادية الأخيرة، وتشابك أسواق المال، بعدما أصبح العالم يعيش في قرية صغيرة، والمصطلحات المالية التي يعتمد عليها علم التمويل كثيرة، وأهمها القيمة الزمنية للنقود، وتقويم الأسهم والسندات والاوراق التجارية ... الخ, والمتعمق في التمويل يجد أن مصطلحاته متداخلة ومتشابكة، بل ومستعارة من المجالات الأخرى كالاقتصاد والمحاسبة. لهذا فإن الدارس للتمويل من الضروري أن يكون على اطلاع ودراية بهذه المجالات، حتى يتمكن من الالمام بعلم التمويل.

أ. علاقة التمويل بعلم الاقتصاد Finance and Economics

"لكي تكون مديراً مالياً ناجحاً يجب أن تكون اولاً رجل اقتصاد"، فهذه حقيقة واقعية، فكما أسلفنا سابقا حول تشابك علم التمويل ببقية المجالات الادارية والاقتصادية، فإننا نلاحظ هذا التشابك من خلال العلاقة الوطيدة بين كل من التمويل والاقتصاد، فكلاهما متعلقان بالتكاليف والأسعار وحركة الأسواق، فالمصطلح الرئيس للتمويل هو معدلات الفائدة،وهذا بحد ذاته يتعلق بالأسعار؛ لان الفائدة هي عبارة عن سعر اقتراض الأموال لفترة معينة، وكما هو معلوم بأن علم الاقتصاد يسعى إلى خفض التكاليف الى حدها الأدنى، و التمويل يسعى الى تحقيق هذة الغاية، فيعمل على تحديد العديد من أنواع التكاليف، و بخاصه تكلفة رأس المال التي تمثل أهم تكلفة يجب على أي مدير أعمال أن يكون على علم بها.

والتمويل يشبه الاقتصاد باهتمامه بسلوك السوق ومتابعة التغيرات والتطورات التي تطرأ عليه، فيهتم علم التمويل بأسواق الأسهم والسندات وأسواق العملات وأسعار الصرف الأجنبية، ولكي تنجح كمدير مالي عليك الالمام بعلم الاقتصاد ومصطلحاته مثل: توازن الأسعار، الفرصة البديلة، قوانين العرض والطلب، المنافسة، ومفاهيم العوائد الحدية.

ب. علاقة التمويل بالمحاسبة Finance and Accounting

العلاقة متداخلة بين التمويل والمحاسبة، إذ أن المدير المالي يعتمد اعتماداً كبيراً في قراراته التمويلية على المعلومات التي يوفرها له المحاسب، حتى إن بعضهم يخلط بين التمويل والمحاسبة، ويعتقد بأن المحاسب هو رجل التمويل في الشركة، كما هو حاصل في معظم المنشآت الصغيرة،ولكن الحقيقة أن المحاسب مهمته توفير البيانات الصحيحة للمدير المالي والذي بدوره يتخذ القرار. وبناءً على ذلك فإن المدير المالي دائما يكون قادراً على دراسة جميع القوائم المالية وتحليلها، ويستخدمها

المدير المالي كمقاييس للأداء والرقابة والتخطيط، فالمحاسب يقوم بجمع البيانات وتوفيرها للمدير المالي والأخير يقوم باتخاذ القرارات.

ج. علاقة التمويل بالإدارة Finance and Management

يعرّف –Vaiol– وظيفة الإدارة من خلال تحديد عمل المدير فيقول "إن معنى مدير هـو أن تتنبأ وتخطط وتنظم وتنسق وتراقب". من خلال التعريف يلاحظ بأنه لا يمكن أن تكون رجل تمويـل ناجحاً إلا إذا كنت إداريا بالدرجة الأولى، ولكي تستطيع أن تحقق هدف المنشأة فإنه مطلوب منك أن تكون قادراً على ممارسة النشاطات الادارية الواردة في التعريف أعلاه؛ لذا لا يمكن فصل التمويـل عن الأدارة، فالذي يمارس النشاطات الادارية هو كل شخص، فلا توجد جهة مطلوب منها أن تكون إدارية وأخرى غير ذلك، فالإدارة ممارسة يومية وبقدر ما تتقنها بقدر ما تنجح في الوصـول إلـى أهدافك، وقد لاحظنا من خلال التطور التاريخي لوظيفة المدير المالي كيف تطورت مهمته مع تطور نشاطات منشآت الأعمال، من خلال مساهمته بدراسة الجدوى الاقتصادية للمشـاريع وإقنـاع الإدارة العليا بنجاعة الاستثمار بتلك المشاريع.

د. علاقة التمويل بالأساليب الكمية Finance and Quantitative Methods

تكمن أهمية حاجة المتخصص الضرورية في معرفة الأساليب الكمية حتى يستطيع أن يـنجح في تحقيق هدف المنشأة؛ لأن مجالات التمويل ترتبط معظمها بالنواحي الكمية؛ لأننـا نتحـدث عـن كميات نقود وإيرادات وتكاليف والتزامات، بالإضافة إلى مجموع الاستثمارات، وعندما نتحدث عـن الأساليب الكمية، فإنه يجب علينا أن نتذكر أن كل شيء يمكن قياسه برقم كالمخاطرة والعائد، ناهيك عن أننا نتحدث عن التمويل الذي يرتبط بالقيمة الزمنية للنقود والفائدة حتى السلوكيات تقاس برقم، من هنا فانه يتوجب على المدير المالي أن يكون ملما بالإحصاء والجبر حتى يسـتطيع أن يتعامـل مـع القرارات المالية بشكل سهل ومبسط.

البيئة التشغيلية لمنظمات الأعمال وتأثيرها على قرارات المدير المالي

من البديهي في علم الإدارة الحديث أن المنشآت تعمل في ظل نظام مفتوح، وتتأثر بالتالي بعناصر ومكونات هذا النظام الذي يطلق عليه البيئة التشغيليه، لذلك فانه يترتب على المدير المالي أن يأخذ هذه البيئة دائما بعين الاعتبار عند اتخاذ القرارات المالية، وعناصر البيئة التشغيليه التي تؤثر على نتائج القرار المالي كثيرة ومتعددة إلا أننا سنتطرق لأهمها:

الحكومة Government

تلعب الحكومة دورا مهما في إدارة جوانب حياة المجتمع كافة، وبالأخص في النواحي الاقتصادية، وبالرغم من أن الحكومة في الوقت الحاضر أقل تدخلا في السوق، إلا أن دورها في

تهيئة البيئة الاستثمارية، وتوفير المناخ الاستثماري للعمل على تحقيق أفضل معدلات النمو الاقتصادي، وتحقيق مستوى عال من الاستخدام ما زال فعالاً، وله تأثيراته على منظمات الأعمال، ويتمثل ذلك التأثير من خلال السياسات المالية والنقدية التي تمارسها الحكومة، فكان لا بد من استعراض لتلك السياسات.

أ. السياسة المالية Fiscal Policy

تتعلق هذه السياسة بإيرادات ونفقات الحكومة بشكل عام، وتقسم الإيرادات إلى:

أ. إيرادات عادية: وهي التي تتكرر دوريا في موازنة الدولة، وتشتمل: الإيرادات الضريبية، كضريبة الدخل وضريبة القيمة المضافة والجمارك، والإيرادات غير الضريبية كالرسوم والرخص، وسنلاحظ في الصفحات القادمة أثر ضريبة الدخل على قرارات المدير المالي في الشركات، فزيادة الضريبة يؤثر سلباً على الشركات بينما تخفيضها يؤثر إيجابا، بينما زيادة الجمارك تؤثر إيجابيا على الشركات المحلية، وتخفيضها يقلل من الحماية على الشركات المحلية.

ب. إيرادات غير عادية: وهي التي لا تتكرر دوريا في موازنة الدولة، ومن أهمها القروض والمساعدات الخارجية وأيضا القروض الداخلية.

هذا بالنسبة للإيرادات أما بخصوص النفقات العامة فتتكون من:

أ. نفقات جارية: وهي النفقات الضرورية لتسيير الجهاز الحكومي، وتمكينه من أداء الخدمات وتنفيذ المشاريع.

ب. نفقات رأس مالية: وهي النفقات التي تؤدي إلى زيادة رأس المال القومي التي تؤثر في تحريك النشاط الاقتصادي داخل الدولة.

ب. السياسة النقدية Monetary Policy

تهدف هذه السياسة للحفاظ على القوة الشرائية لوحدة النقد، والحد من زيادة معدلات التضخم، والعمل على زيادة معدلات النمو الاقتصادي في الدولة، فتتأثر المنشآت بشكل مباشر وغير مباشر من هذه السياسة. والجهة المسؤولة عن تنفيذ السياسة النقدية هي البنك المركزي في الدولة، إذ إن البنك يقف على رأس الجهاز المصرفي، ويتولى أمر السياسة الائتمانية والمصرفية في الدولة، ويشرف على تنفيذ تلك السياسة، لذلك فان هذا البنك يعتبر بنك الدولة، من هنا فانه من المنطقي أن تؤثر سياساته وتشريعاته التي يصدرها على المؤسسات بشكل عام، فعلى سبيل المثال عندما يرفع هذا البنك نسبة الفائدة المصرفية (معدل إعادة الخصم) فانه يحد من قدرة المنشآت على الاقتراض، فيحاول المدير المالي أن يلجأ إلى المصادر الأخرى، ليوفر حاجة المنشأة من الاحتياجات المالية للمنشأة، وبشكل عام فان البنك المركزي يمارس ما يعرف بمراقبة الكتلة النقدية Money Supply أساساً لتحريك النشاط الاقتصادي لمحاربة التضخم، الذي يقصد به الارتفاع في متوسط الأسعار، فإذا

ما أراد البنك المركزي توسيع النشاط الاقتصادي فأنه يعمل على زيادة الكتلة النقدية، ويتم ذلك من خلال أدوات الرقابة على الائتمان مثل عمليات السوق المفتوح، أو خفض معدلات الفائدة، أو خفض نسبة الاحتياطي الإلزامي للبنوك، أما إذا ما أراد البنك المركزي الحد من معدلات نمو الكتلة النقدية فانه يمارس ذلك -كما أسلفنا- من خلال رفع معدلات الفائدة او بوساطة الأدوات الأخرى التي يمارسها في الأسواق النقدية.

الضريبة على الدخل

نتبين مما سبق أن المنشآت لا تعمل في فراغ، وإنما تعمل في ظل نظام مفتوح، تتأثر وتؤثر في البيئة المحيطة بها؛ لذلك نرى بأن المنشآت تحاول أن تتعرف على عناصر هذه البيئة محاولة بذلك السيطرة عليها أو الاستفادة منها أو على الأقل التكيف معها، وتقليل آثارها السلبية على الشركة، وسنحاول هنا التركيز على أحد العناصر الخارجية، وهي الضريبة التي تؤثر بشكل مباشر على قرارات المدير المالي سواء أكانت قرارات تمويلية أو استثمارية، كما أنها تؤثر أيضا على اختيار الشكل القانوني للمنشئات التي سيتم العمل بها.

تعتمد حكومات العديد من الدول على الضرائب باعتبارها مصدراً رئيساً مهماً من مصادر دخلها، فتلجأ إليها لتمويل نفقاتها، وتأخذ الضرائب عادة أنواعا وأشكالا مختلفة، كضريبة الدخل الشخصي، والضريبة على الثروة، والضريبة على أرباح (دخل) منشآت الأعمال، والضريبة على المبيعات، وغيرها من الأنواع والأشكال العديدة الأخرى .وسنقتصر حديثنا هنا على معالجة ضريبة دخل مؤسسات (منشآت) الأعمال، وتأثيرها على الشكل القانوني لهذه المؤسسات وعلى قراراتها المالية.

تعرف الضريبة على أنها اقتطاع نقدي أو فريضة نقدية، يدفعها المكلف جبراً إلى الدولة أو إحدى الهيئات العامة المحلية بصفة نهائية، ويكون الجبر قانونياً وليس معنويا، إذ يبدو واضحا انفراد الدولة بوضع نظامها الضريبي الذي سوف يطبق على رعاياها، وذلك من خلال تحديد وعاء الضريبة وسعرها، وكيفية تحصيلها، دون الرجوع في ذلك إلى المكلفين بدفعها.

كانت الضريبة وقت نشأتها عبارة عن مساعده يتقدم بها أفراد المجتمع للحاكم طوعا وبمحض أرادتهم كلما تعرضوا لخطر الغزو، حتى يستطيع الحاكم تنظيم الدفاع، ودفع الخطر عنهم، وكانت تتسم بعدم الدوام والالتزام، إلا أنه وبعد القرن السابع عشر تغيرت طبيعة الضريبة، وأصبحت وسيلة دائمة وإجبا رية، تلجأ إليها الحكومة لضمان كيان الدولة واستمرار الحياة الاجتماعية بانتظام، وكان الرأي السائد في ذلك الوقت وحتى نهاية القرن التاسع عشر تقريبا إن الضريبة إجبارية؛ لأنها تدفع مقابل الخدمات الأساسية التي تؤديها الحكومة للأفراد مثل الدفاع الوطني والأمن العام والقضاء، فكما أن المنتفعين بالخدمات الفردية يدفعون رسوما مقابل هذه الخدمات، كذلك الأفراد- جميعا- ملزمون بدفع الضرائب مقابل الانتفاع بالخدمات الجماعية الأساسية التي تؤديها الدولة، فالضريبة شبيهه بقسط

تامين يدفعه الممول سنويا، لضمان سلامة رأسماله، أي كي تحميه الحكومة من كل عدوان وكل ضرر.

نلاحظ وجود علاقة بين مقدار الضريبة وحالة الممول المالية، فإذا كانت الضريبة تدفع مقابل حماية الدولة فالثري أحوج إلى هذه الحماية من الفقير، أو بعبارة أخرى يمكن القول إن مدى الانتفاع بالدفاع والأمن والقضاء يتناسب عادة مع مقدار الثروة التي يخشى عليها من الضياع، فينبغي أن يكون مقدار الضريبة المفروضة على كل فرد يعكس درجة ثرائه ونشاطه التجاري.

وتفنن الاقتصاديون بعد ذلك في وضع هذه الآراء في قالب علمي، وذهبوا إلى أن الخدمات التي تقدمها الدولة تعتبر منتجة من ناحيتين، فقيام الحكومة بحماية أرواح الأفراد واموالهم يعتبر من جهة خدمة إنتاجية إذ انه يوجد الجو الملائم للنشاط الاقتصادي فيترتب عليه زيادة في الإنتاج ويظهر ذلك بوضوح عندما يختل الأمن العام، وتضعف حماية الدولة، فهذا يؤدي إلى انخفاض ملحوظ في مقدار الدخل القومي ولذلك يقول الاقتصاديون: إن للدوله نصيباً في جميع السلع والخدمات المنتجة، فمن حقها أن تستولي على هذا النصيب عن طريق فرض الضرائب.

ومع تطور وانتشار الصناعة، توسعت الحكومة وتشعبت أعمالها بحيث أصبحت تقوم بخدمات اجتماعية كثيرة، إذ أن هذه الخدمات صارت في متناول الطبقة الفقيرة أكثر من الغنية. و سنشرح في هذا الفصل وبشكل موجز بعض المبادئ الأساسية المتعلقة بضريبة الدخل، وكيفية تأثيرها على عمليات المنشآت.

تقوم ضريبة دخل منشآت الأعمال في الدول التي تفرضها بدور مهم في القرارات المالية التي تتخذها هذه المنشآت، فالقرارات التي تتضمن مثلاً الاختيار بين شراء الأصول أو الاختيار بين شراء الأصول أو استئجارها أو بين إصدار اسهم عادية أو سندات دين أو بين إنشاء مشروع أو عدم الإقدام عليه أو بين الاندماج بمنشأة أخرى أو عدمه، كل هذه القرارات وما يشابهها تتأثر إلى حد كبير بنصوص أنظمة ضرائب الدخل المفروضة، ويرجع السبب في ذلك إلى أن مقدار الضريبة الناشئة عن هذه الأنظمة يؤثر على حجم دخل (أرباح) المنشأة الممكن استخدامه، وبالتالي على قيمة هذه المنشأة.

إن أرباح (دخل) المنشآت الفردية وشركات التضامن تعامل في بعض الدول كدخل شخصي لمالكيها، وتخضع لنظام ضريبة الدخل الشخصي (الفردي)، بينما أرباح الشركات المساهمة تخضع لنظام خاص بها يسمى نظام الضرائب على دخل (أرباح) الشركات المساهمة، نفصل القول فيهما على النحو الآتي:

الضريبة على دخل (أرباح) الشركات المساهمة Corporate Income Tax

تبلغ نسبة الضريبة المفروضة على أرباح الشركات المساهمة (٢٠%) في فلسطين باستثناء الشركات التي تتولى استخراج المواد النفطية واليهدروكربونية أو تصديرها، إذ تبلغ نسبة الضريبة

(٥٠%) من دخلها، وهذا النوع من الضريبة يصنف ضمن الضريبة غير التصاعدية، أي لا يختلف معدلها باختلاف حجم الدخل، بل يبقى ثابتاً مهما بلغ حجم الدخل، ولإيضاح كيفية حساب الضريبة على صافي دخل هذه الشركات انظر جدول رقم (١)

جدول (١): الشركة الفلسطينية قائمة الدخل للسنة المنتهية في ٢٠٠٠/١٢/٣١م

البيان	(بالألف دينار)
صافى المبيعات	١٠٠
تكاليف المبيعات	٤٠
مجمل الربح	٦٠
مصروفات التشغيل	٢٠
صافى الربح قبل الفوائد والضرائب	٤٠
الفوائد	١٠
صافى الربح قبل الضرائب (أي صافى الدخل الخاضع للضريبة)	٣٠
الضرائب ٢٠%	٦
صافى الدخل بعد الضرائب (المتاح لحاملى الأسهم)	٢٤

يلاحظ من خلال الجدول رقم (١) أن الشركة الفلسطينية قد اقتطع من دخلها البالغ ٣٠ الـف ضريبة للحكومة ما نسبتها ٢٠% أي ٦٠٠٠ دينار.

الأشكال القانونية لمنشآت الأعمال:

أثر الضريبة على الاختيار بين الأشكال البديلة لمؤسسات الأعمال

إن للضرائب تأثيراً كبيراً على الاختيار بين الأشكال القانونية لمؤسسة الأعمال، إذ تحصل الشركات المساهمة على مزايا ضريبية أكثر من شركات الأشخاص، لذلك سندرس كل من مزايا وعيوب الأشكال القانونية لهذه المؤسسات.

أ. **المنشأة الفردية Sole Proprietorship**

هي أبسط أشكال منظمات الأعمال، وملكيتها تعود لشخص واحد، يكون المدير والمستثمر والمستفيد، ويشترط القانون في مثل هذا المنشأة أن تقيد في السجل التجاري، ويدون عادة اسم مالك المنشأة وقيمة رأسمالها وعنوانها ونوع النشاط التي تعمل فيه، كما يجب أن تلتزم بأصول المحاسبة ومسك الدفاتر المعتمدة في البلد، والمطبقة على مثل هذه المنشأة لأغراض الضريبة، وتمتاز المنشأة الفردية بأنها أسهل أشكال المؤسسات التجارية وأبسطها وأقلها تكلفة عند التكوين، وأنها لا تخضع إلا لقليل من الأنظمة الحكومية، وتخضع جميع أرباحها لضريبة الدخل الشخصية، سواء أكانت هذه الأرباح لا تزال في المنشأة لإعادة استثمارها، أم كانت قد سحبت من قبل المالك.

ومن أهم عيوب المنشأة الفردية:

أ. رأسمالها محدد بالقدرة المالية للمالك، مما يؤدي إلى تقليل ومحدودية فرص الاستثمار، وكذلك محدودية فرص الحصول على الائتمان أيضا.

ب. المسؤولية المالية غير المحدودة في حالة الخسارة أو الإفلاس، إذ تلحق الالتزامات المالية المترتبة على المنشأة في أمواله وممتلكاته الخاصة.

ج. المنافسة الشديدة في مجال نشاطها نظرا لتعدد المنشات المماثلة.

د. صعوبة الاستمرارية لارتباط عمر المنشأة في أغلب الأحيان بعمر ورغبة مالكها.

ب. شركة التضامن Partnership

تعتبر من شركات الأشخاص، تعود ملكيتها لشخصين أو أكثر على أن لا يزيد العدد عن عشرين، وتمتاز بسهولة وبساطة تكوينها، وبخضوعها لقليل من الأنظمة الحكومية، كما أن أرباح هذه الشركة تخضع لنظام ضريبة الدخل الشخصية، فكل شريك يضيف مقدار حصته من أرباح الشركة إلى دخله الشخصي الآخر قبل حساب الضريبة الشخصية المترتبة عليه، حتى ولو لم توزع الأرباح على الشركاء.

أما إجراءاتها القانونية فهي كتابة عقد الشركة وتسجيله في السجل التجاري والإعلان عن تكوينها في الصحف المحلية، وتقوم على الثقة المتبادلة بين الشركاء، وتلتزم بقواعد وأصول تكوينها حسب نظام الشركات المعتمد في البلد، أما حسناتها فهي:

١. وجود شريكين أو أكثر يوفر للشركة رأس مال أكبر ومصادر أخرى فنية وإدارية.

٢. انفراد الشركاء المتضامنين بالأرباح.

وأهم المآخذ عليها ما يلي:

١. المسؤولية المالية غير المحدودة للشركاء في حالة الخسارة أو الإفلاس، إذ أن الشركاء مسؤولون عن ديون الشركة فرديا وجماعيا، وهذا يعني بأن الدائنين يستطيعون تحصيل الديون من أي واحد من الشركاء أو من جميعهم.

٢. ارتباط عمر الشركة بعمر ورغبة الشركاء المتضامنين، إذ تنتهي الشركة بوفاة أو انسحاب أحد الشركاء المتضامنين.

٣. الاعتماد الكلي على العلاقة بين الشركاء، فيعتمد استمرار الشركة على الثقة المتبادلة بين الشركاء.

جـ. شركات التوصية البسيطة

تتألف شركة التوصية البسيطة من نوعين من الشركاء، المتضامنون، وهم الذين يتولون إدارة الشركة والالتزامات المترتبة عليها في أموالهم الخاصة، وفئة الشركاء الموصين، ويشاركون في رأس مال الشركة دون أن يحق لهم إدارة الشركة أو ممارسة أعمالها، ويكون كل منهم مسؤولاً عن ديون الشركة، والالتزامات المترتبة عليها، بمقدار حصته في رأس المال بالشركة فقط، ولا تختلف إجراءاتها القانونية كثيرا من إجراءات تكوين شركة التضامن، وتعتبر من شركات الأشخاص.

د. الشركة ذات المسؤولية المحددة

هي نوع من شركات الأموال، تتألف من عدد من الشركاء لا يقل عن اثنين ولا يزيد عن خمسين شخصاً، وتكون مسؤولية الشريك فيها عن ديونها والالتزامات المترتبة عليها وخسائرها بمقدار حصته في رأس مالها، وإذا توفي أي شريك في الشركة تنتقل حصته إلى ورثته.

ويحدد رأس مال الشركة ذات المسؤولية المحددة، مقسما إلى حصص متساوية غير قابله للتجزئة، تستمد الشركة ذات المسؤولية المحددة اسمها من غايتها، ويجب أن تضاف إليه عبارة (محددة المسؤولية) لا يجوز للشركة ذات المسؤولية المحددة طرح حصصها للاكتتاب العام، أو زيادة رأس مالها، أو الاقتراض بهذه الطريقة، ولا يحق لها إصدار أسهم أو إسناد قرض قابلة للتداول.

هـ. الشركة المساهمة العامة Corporations

تتألف الشركة المساهمة العامة من عدد من المؤسسين لا يقل عن اثنين يكتتبون فيها باسهم قابلة للتداول والتحويل والدمج، وتستمد الشركة المساهمة العامة اسمها من غايتها، ولا يجوز أن تكون باسم شخص معين، وتكون مدة الشركة المساهمة العامة غير محددة، إلا إذا كانت غايتها القيام بعمل معين فتنقضي الشركة بانتهائه.

وتعتبر الذمة المالية للشركة المساهمة العامة مستقلة عن الذمة المالية لكل مساهم فيها، وتكون الشركة بموجوداتها وأموالها مسؤولة عن الديون والالتزامات المترتبة عليها، ولا يكون المساهم مسؤولاً تجاه الشركة عن تلك الديون والالتزامات إلا بمقدار ما تبقى في ذمته من الأقساط غير المسددة عن الأسهم التي يملكها في الشركة.

والسهم هو عبارة عن صك ملكية، إذ يعتبر حامل ذلك التعهد شريكاً في الشركة، و يقسم رأس مال الشركات المساهمة إلى أجزاء متساوية في القيمة والحقوق والواجبات، وتسمى اسهما، ويتم طرحها في السوق من خلال مؤسسات الوساطة للبيع في عملية تجارية تسمى بالاكتتاب العام.

إدارة الشركة المساهمة:

أ. الجمعية العمومية: وتضم جميع الأشخاص الذين يمتلكون اسهما في الشركة، وهي الهيئة العليا في الشركة المساهمة.

ب. أعضاء مجلس الإدارة: ويعهد إلى هذا المجلس الإشراف على إدارة الشركة، ويتم انتخابه من قبل الجمعية العمومية.

ج. المدير العام: وهو المسؤول عن إدارة الشركة ويتم تعيينه من قبل أعضاء مجلس الإدارة.

ونظراً لأهمية هذه الشركات في الاقتصاد الوطني – بسبب حجم الاستثمار وطبيعته – لذا فإن الإجراءات القانونية لتكوينها أكثر دقة وشمولية من غيرها، وتشدد الحكومة من الرقابة المحاسبية

والمالية على نشاطاتها، لحماية حقوقها وحقوق المساهمين، وتفرض عليها اعتماد مدقق حسابات قانوني لمراجعة وتدقيق حساباتها في نهاية السنة المالية.

المعلومات المحاسبية والقرارات المالية

لكي تتمكن الإدارة المالية للشركة من اتخاذ القرارات المالية الصحيحة التي يجب أن تساهم في تحقيق الأهداف الرئيسية للمنشأة والمتمثلة في تعظيم ثروة الملاك، فإن الإدارة المالية لهذه الشركات بحاجة إلى أدوات تساعدها في عملية اتخاذ القرار، وتتمثل هذه الأدوات في هذا السياق في ثلاث قوائم مالية رئيسية، تعتبر عملية فهمها واستيعابها والقدرة على تحليل عناصرها من قبل الإدارة المالية للشركة من شروط وأسباب اتخاذ قرارات مالية سليمة، وتتمثل هذه القوائم في قائمة الدخل Statement Income وقائمة المركز المالي Sheet Balance وقائمة التدفق النقدي Cash Flow Statement

١. قائمة التدفق النقدي Cash Flow Statement

يكتسب تحليل التدفقات المالية أهمية كبيرة في القرارات المالية بوجه عام وفي القرارات الائتمانية بشكل خاص، وتبرز أهمية هذه القائمة في كونها توفر بيانات ومعلومات لا تظهرها القوائم المالية السابقة (قائمة الدخل وقائمة المركز المالي)، وبالتالي فقد ظهرت هذه القائمة على ضوء عجز وعيوب القوائم المالية الأخرى، الأمر الذي دفع الهيئات المحاسبية الإقليمية والدولية إلى إصدار تشريعات تلزم الشركات بإعدادها ضمن التقرير السنوي، وكان على رأس هذه الهيئات لجنة معايير المحاسبة الدولية (IASC) طبقا للمعيار رقم (٧) للعام ١٩٩٢.

ويعتبر الهدف الرئيسي من إعداد هذه القائمة هو بيان التدفقات النقدية الداخلة والخارجة من والى الشركة خلال فترة زمنية محددة، وبعبارة أخرى فانه وحسب هذه القائمة فأن التدفقات النقدية تدخل أو تخرج من الشركة من خلال إحدى ثلاث مجموعات من الأنشطة هي التشغيلية والاستثمارية والتمويلية كما يبدو في جدول (٢) والذي يظهر أهم بنودها، وبالتالي فهي تساعد المدير المالي وغيره من مستخدمي هذه القائمة إلى تقييم وتحديد:

أ. قدرة الشركة على توليد تدفقات نقدية مستقبلية من العمليات التشغيلية من أجل تسديد التزامات الشركة المختلفة وما يترتب عليها من فوائد.

ب. حاجة الشركة من التمويل الخارجي.

جدول (٢): نموذج لقائمة تدفق نقدي عن السنة المنتهية في ٢٠٠٠/١٢/٣١

بيان	جزئي	جزئي	كلي
١. **التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية**			
* **التدفقات النقدية الداخلة:**			
نقدية محصلة من مبيعات نقدية	١٠٠٠		
نقدية محصلة من تحصيلات من العملاء / زبائن	٢٠٠		
نقدية محصلة من عوائد الاستثمارات المختلفة / أسهم ..الخ	٣٠٠	١٥٠٠	
* **التدفقات النقدية الخارجة:**			
مشتريات بضائع نقدية	(٥٠٠)		
تسديدات نقدية للموردين	(٢٥٠)		
فوائد قروض مدفوعة	(١٠)		
مصاريف تشغيلية نقدية (مصاريف إدارية، بيعيه، عمومية ...الخ)	(٣٠٠)		
ضريبة دخل مدفوعة	(١٥٠)	(١٢١٠)	

... *تابع جدول رقم (٢)*

بيان	جزئي	جزئي	كلي
صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية			٢٩٠
٢. التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية			
* التدفقات النقدية الداخلة			
نقدية محصلة من بيع أصول طويلة الأجل (سيارات،أراضى،أثاث)	٢٥٠		
نقدية محصلة من بيع استمارات أوراق مالية طويلة الأجل	٥٠	٣٠٠	
التدفقات النقدية الخارجة			
مشتريات أصول طويلة الأجل نقدا (سيارات، أراضى، أثاث)	(٤٠٠)		
مشتريات استمارات أوراق مالية طويلة الأجل نقدا	(١٥٠)	(٥٥٠)	
صافي التدفق النقدي من الأنشطة الاستثمارية			(٢٥٠)
٣. التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية			
* **التدفقات النقدية الداخلة:**			
نقدية محصلة من إصدار أسهم عادية = زيادة رأس المال	٢٠٠		
نقدية محصلة من إصدار سندات دين، اقتراض بنكي طويل الأجل	١٠٠	٣٠٠	
* **التدفقات النقدية الخارجة:**			
توزيعات أرباح نقدية على المساهمين	(٤٠)		
تسديدات قروض بنكية طويلة الأجل (لا تشمل الفوائد)،	(٢٠٠)	(٢٤٠)	
صافي التدفق النقدي من الأنشطة التمويلية			٤٠
صافي التغير الزيادة أو (النقصان) في النقدية خلال العام (١+٢+٣)			٨٠
رصيد النقدية في بداية العام ٢٠٠٠/١/١			**١٣**
رصيد النقدية في نهاية العام ٢٠٠٠/١٢/٣١			**٩٣**

قائمة الدخل Income Statement

هي عبارة عن قائمة تبين نتائج عمليات المنشأة خلال فترة زمنية غالبا ما تكون سنة مالية واحدة، فقائمة الدخل لأي منشأة تبين إيرادات تلك المنشأة Revenues ومصاريفها خلال السنة قيد البحث، والفارق بين الإيرادات والمصروفات Expenses يشكل صافي الربح أو (الخسارة) عن تلك السنة.وتعتبر هذه القائمة من الأدوات الرئيسية التي تساعد الإدارة المالية للشركة في تحديد وتقييم:

١. قدرة الشركة على توليد الأرباح وبالتالي العائد على الاستثمار لهذه الشركة.
٢. قدرة الشركة على الاقتراض وخدمة ديونها.

وتشتمل قائمة الدخل كما يبين الجدول (٣) على عناصر الإيرادات Revenues والمصروفات Expenses، وكذلك المكاسب والخسائر الناتجة عن أنشطة أخرى غير النشاط العادي للمنشأة (عرضيه).

جدول (٣): نموذج لقائمة دخل للشركة الفلسطينية التجارية عن الفترة المنتهية في ٢٠٠٠/١٢٣/٣١

بيان	جزئي	جزئي	كلي
صافي المبيعات	١٢٠٠		
يطرح تكلفة المبيعات	(٨٠٠)		
مجمل الربح			٤٠٠
يطرح المصاريف التشغيلية:			
يطرح المصاريف التسويقية	١٠٠		
يطرح المصاريف الإدارية	٣٠		
يطرح المصاريف العمومية	٥٠	(١٨٠)	
صافي الدخل من العمليات المستمرة		٢٢٠	
يضاف (يطرح) أرباح (خسائر) العمليات المستبعدة		٣٢	
صافي الدخل من النشاط العادي			٢٥٣
يضاف (يطرح) الأرباح أو الخسائر من الأحداث غير العادية		(٤٠)	
صافي الدخل			**٢١٥**

وكما تظهر القائمة فان نتيجة الأعمال يتم احتسابها من خلال عدة مراحل، فمجمل الدخلGross Profit يظهر نتيجة الأعمال بشكل أولي، وهو يمثل الفرق بين صافي المبيعات Net Sales وبين تكلفة البضاعة المباعة Cost of Goods Sold -COGS، وصافي الدخل من النشاط العادي أو الطبيعي Operating Income، يمثل الفرق بين مجمل الدخل وإجمالي المصاريف التشغيلية (البيعية والإدارية والعمومية)، ويتم أخذ ما يسمى الدخل من النشاط المستبعد بعين الاعتبارOperations Discontinued، وهو عبارة عن الأرباح أو الخسائر الناجمة عن قيام الشركة بالتخلص من أحد أقسامها عن طريق بيعه، وقبل التوصل إلى رقم صافي الدخل لا بد من أخذ ما يسمى بالأحداث غير العادية Extra-Ordinary Items بعين الاعتبار، وتتمثل هذه الأحداث أو العناصر في نتائج أحداث غير عادية، أي أنها لا تنتج عن النشاط العادي للشركة، نتيجة ظروف خاصة لا تستطيع الإدارة التنبؤ بها مثل الحروب، أو الزلازل، أو الفيضانات.

قائمة المركز المالي

غالبا ما يطلق عليها (التقرير المالي الأساسي) إذ تعتبر الميزانية العمومية في غاية من الأهمية وذلك لأهمية المعلومات التي تحتويها,وغالبا ما يتم إعداد الميزانية في نهاية السنة المالية.والميزانية العمومية عبارة عن تقرير مالي يعكس وضع المنشأة المالي في لحظة معينة، فالقائمة تشبه مرآة

تعكس وضع المنشأة، فتبين استثماراتها (الأصول)، كما أنها تبين الهيكل المالي للمنشأة بمعنى آخر توضح مصادر تمويل الشركة.

تحتوي الميزانية على جانبين وهما الأصول(الموجودات) من جانب والخصوم–والتي تسمى أيضا المطلوبات–وحقوق المالكين، كما يبدو في جدول (٤) الذي يظهر أهم بنود الميزانية العمومية.

جدول (٤): الشركة الفلسطينية التجارية قائمة المركز المالي في ٢٠٠٠/١٢/٣١

البيان	جزئي	كلي
الأصول ASSETS		
الأصول المتداولة Current Assets		
النقدية وشبة النقدية	٢٠٠	
أوراق مالية قابلة للتسويق	٩٠	
ذمم مدينة (صافي)	٢٦٠	
مخزون سلعي	٥٠٠	
أصول متداولة أخرى (مقدمات)	٥٠	
إجمالي الأصول المتداولة		١٠٧٠
أصول طويلة الأجل (معدات وأثاث ومبانٍ.الخ) صافي Plant & Equipment	**٥٥٠**	
أصول أخرى –غير ملموسة	٣٠	
إجمالي أصول طويلة الأجل		٥٨٠
إجمالي الأصول		١٧٠٠
الالتزامات وحقوق الملكية Liabilities & Stockholders Equities		
التزامات متداولة Current Liabilities		
ذمم دائنة	٣٠٠	
قروض قصيرة الأجل وتسهيلات ائتمانية	١٠٠	
مصاريف مستحقة	٥٠	
إجمالي الالتزامات المتداولة		٤٥٠
التزامات طويلة الأجل Long Term Liabilities		
قروض بنكية طويلة الأجل ٨% – برهن أصول	١٥٠	
)4(©⇒∇ ⁄⁄∉⊂ ∨∪∩⊇ ... **البيان**	**جزئي**	**كلي**
سندات قرض ٩% – استحقاق ٢٠٠٨	٢٠٠	٣٥٠

البيان	جزئي	كلي
حقوق الملكية Stockholders Equities		
رأس المال الأسمي المدفوع ٥٠٠٠٠ سهم عادي، ١٠$ القيمة الاسمية	٥٠٠	
أرباح محتجزة	٤٠٠	
إجمالي حقوق الملكية		٩٠٠
إجمالي الالتزامات وحقوق الملكية		١٧٠٠

الموجودات (Assets)

يتم ترتيب البنود في جانب الموجودات حسب سيولة الأصول، والمقصود بسيولة الأصل سهولة وسرعة تحويل الأصل إلى نقدية، لذلك فانه عند وضع الأصول في مجموعات فإننا نلاحظ من خلال الجدول أن أول مجموعة كانت الأصول المتداولة ومن ثم الثابتة.

ويعكس جانب الموجودات استثمارات الشركة، ويبين أين تم توزيع الأموال التي حصلت عليها الشركة، ومن الضروري أن تكون جميع الأصول مملوكة للشركة لكي تظهر بالميزانية، فعلى سبيل المثال لو كانت الشركة مستأجرة لأصل ما فانه لا يظهر بالميزانية، لانه ليس ملكا للشركة، كما انه يشترط، ن تكون موجودات المنشأة ذات قيمة اقتصادية يمكن قياسها نقديا.

الموجودات المتداولة (Current Assets)

سميت بالمتداولة لسرعة تحويلها إلى نقدية، ولأنه يتم الاحتفاظ بها لفترة قصيرة، لا تتعدى السنة، لذلك تعتبر عناصر الموجودات المتداولة ذات سيولة عالية، وعادة ما يتم تحويل هذه الأصول إلى نقدية خلال الدورة التشغيلية للمنشأة.

النقدية (Cash) يقصد بالنقدية تلك الأموال الموجودة في خزائن المنشأة أو على شكل حساب جارٍ لدى البنك، وتعتبر النقدية أكثر الموجودات سيولة أما الأوراق المالية فهي عبارة عن استثمارات قصيرة الأجل يمكن تحويلها بسرعة وسهولة الى نقدية.

الذمم المدينة (Accounts Receivable) تمثل المبالغ المستحقة على العملاء التي عادة ما تنشأ نتيجة لبيع المنشاة لهم السلع والخدمات.

وآخر بند يظهر في الموجودات المتداولة هو المخزون (Inventory)، ويشمل المواد تحت التصنيع والمواد الخام والسلع المصنعة.

الموجودات الثابتة Long Term Assets

تعتبر الموجودات الثابتة من أهم عناصر الأصول؛ لأنها تبقى ثابتة لعدة سنوات، فهي تشترى لغرض توليد الإنتاج وتحقيق المبيعات والأرباح ولا تشترى لغرض إعادة البيع، من هنا فانه لو نظر إلى الميزانية، لعدة سنوات فإننا نراها موجودة عكس الأصول المتداولة، التي تبقى في حالة تغير؛ لذلك فانها تعتبر من أهم موجودات المنشاة؛ لانه على أساسها تتحدد الايرادات والأرباح.

وتقسم الموجودات الثابتة إلى قسمين:

* الموجودات الملموسة Tangible Assets
* الموجودات غير الملموسة Intangible Assets

تتضمن الموجودات الملموسة الأصول التي تقوم بإنتاج السلع والخدمات، ويكون وجودها فعليا وملموسا مثل الأراضي والمباني والآلات والمعدات والأثاث...الخ. وتظهر هذه الموجودات بالميزانية بسعر الكلفة ويخصم من قيمتها قسط الاستهلاك السنوي.

أما الموجودات غير الملموسة فهي تمثل حقوقا للمنشأة مثل العلامات التجارية.

المطلوبات المتداولة Current Liabilities

تمثل هذه المطلوبات التزامات ماليه على الشركة، وتتميز بقصر موعد استحقاقها، وهي غالبا ما تكون لأقل من سنة مالية، ويوجد علاقة قوية بين المطلوبات المتداولة والموجودات المتداولة، فمبدأ التغطية المثالي ينص على أن الموجودات المتداولة المؤقتة يتم تمويلها من المطلوبات المتداولة، وكما هو واضح في الميزانية فان العنصر الأول في المطلوبات المتداولة هو الذمم الدائنة، الذي يمثل التزامات المنشأة اتجاه الموردين، وأنه عادة ما تقوم المنشاة بدفع جزء من مشترياتها بشكل مباشر، ويبقى جزء على الحساب، فهي شبيه بالذمم المدينة، ولكن العملية عكسية، فلكي تزيد المنشاة من مبيعاتها فإنها تبيع جزء بالدين، وهنا فان المنشات الأخرى تبيع هذه المنشاة أيضا جزء بالدين، فيظهر ذلك تحت بند الذمم المدينة.

أما أوراق الدفع فإنها تمثل الكمبيالات المسجلة على الشركة، وعادة ما تمثل القروض التي حصلت عليها المنشاة من المصارف التجارية، بينما المستحقات فهي كل ما استحق على المنشأة من دفع خلال السنة المالية ولم تدفعه، لأسباب كثيرة، منها محاولة الاستفادة من هذة المتأخرات لغاية التمويل.

حقوق الملكية Owners Equity

تمثل أهم أجزاء الميزانية العمومية، فهي تمثل رأس المال الذي دفعه المالكون للمنشأة، و يتم إدراجها في جانب المطلوبات، لأنها تمثل التزام المنشأة تجاه المالكين، وتكمن أيضا أهمية هـذا

الجانب لأنه كلما كان مرتفعاً عزز قدرة المنشأة على الحصول على التمويل من المصادر المتعددة، وتتكون حقوق الملكية من الأقسام التالية:

الأسهم العادية Common Shares: وهي عبارة عن حصص متساوية في المنشأة، ويطلق على الحصة بالسهم الذي يخول حامله المطالبة بالحصول على نصيبه من الأرباح بعد تسديد التزامات المنشأة اتجاه الآخرين، ويحق له المشاركة بالإدارة، وسندرس ذلك بالتفصيل في الفصل الثالث من هذا الكتاب.

الأسهم الممتازة Preferred Shares: تختلف عن الأسهم العادية من حيث توزيع الأرباح، إذ يستلم أصحاب الأسهم الممتازة أرباحهم قبل الأسهم العادية وغالبا ما تكون محددة وثابتة.

الأرباح المحتجزة Retained Earning: وهي عبارة عن أرباح تخص المالكين ولكن لم يتم توزيعها عليهم.

سياسة رأس المال العامل Working Capital Policy

أولا: مفهوم رأس المال العامل:

يحتوي مصطلح رأس المال العامل على مفهومين أساسين هما :

١. **إجمالي رأس المال العامل:** يمثل استثمارات الشركة في الأصول قصيرة الأجل مثل النقدية والأوراق المالية قصيرة الأجل والذمم المدنية والمخزون، وبذلك فإن إجمالي رأس مال العامل يساوي مجموع الأصول المتداولة .
٢. **صافي رأس المال العامل:** يتمثل بالفرق بين إجمالي الأصول المتداولة والخصوم المتداولة.

وهناك مفاهيم مختلفة فرعية لرأس المال العامل مثل:

أ. **رأس المال العامل الدائم Permanent Working Capital**

هو الحد الأدنى الواجب على المنشأة الاحتفاظ به من الأصول المتداولة خلال ممارستها لجميع أعمالها ونشاطاتها دون تخفيضه، فلا يجوز لشركة أن تمارس نشاطاتها اليومية دون أن يكون هناك حد أدنى لرصيد النقدية حتى تستطيع المنشأة الاستمرار في أعمالها .

ب. **رأس المال العامل المؤقت Variable Working Capital**

إذا ما اعتبرنا بأن الحد الأدنى لرصيد النقدية في الشركة العربية ٥٠ ألف دينار، فلا يمكن أن يقل رصيد النقدية عن ذلك الحد، ولكن من الممكن أن يزيد بشكل متغير ليصبح أحيانا " ٦٠ ألف وأحيانا "٧٠ ألف وأحيانا "٥٥ ألف، فهذه الزيادة تتغير – بشكل مؤقت – حسب نشاطات الشركة، وتمثل تلك الزيادة رأس المال العامل المؤقت، وبذلك فإن رأس المال العامل المؤقت عبارة عن حجم

الأصول المتداولة اللازم الاحتفاظ بها لمواجهة تغطية الاحتياجات الموسمية الدورية أو الاحتياجات الطارئة.

ثانيا: أهمية إدارة رأس المال العامل

إن إدارة رأس المال العامل تعتبر ذات أهمية بالنسبة لأي منشأة وذلك لعدة أسباب من أهمها:

أ. معظم المنشآت تزيد نسبة الأصول المتداولة فيها عن ٥٠ % من مجموع الأصول، لذلك من الضروري الانتباه لادارة تلك الاستثمارات، و كيفية اتخاذ القرار بما يتعلق بحجمها، وكيفية إدارتها و بخاصة أن تلك القرارات لا تحتمل التأجيل كما هو الحال في القرارات ذات العلاقة بالأصول الثابتة لما يترتب على ذلك التأجيل من أخطار و أضرار.

ب. إن المدير المالي يبذل جهوداً كبيرة من أجل عدم تعريض المنشأة إلى أزمة مالية (أزمة سيولة).

ج. تستطيع المنشأة و خاصة صغيرة الحجم أن تستأجر جزءاً من أصولها الثابتة، ولكنها لا تستطيع أن تتجنب الاستثمار في النقدية و المدينين و المخزون.

ثالثا: سياسة تمويل رأس المال العامل:

قبل الحديث عن سياسة تمويل رأس المال العامل لا بد من التطرق إلى العناصر الأساسية الواجب أخذها بعين الاعتبار عند اتخاذ كل من القرارات الاستثمارية للأصول المتداولة و قرارات استخدام الخصوم المتداولة.

ففيما يتعلق بقرار الاستثمار في الأصول المتداولة يجب على المنشأة أن تراعي الأمور التالية:

١. عدم المغالاة في الاستثمار في الأصول المتداولة؛ بهدف تجنب نفاذها وما يترتب على ذلك من مخاطر، أهمها:

   أ. انخفاض معدل العائد على هذه الأصول .

   ب. إغراق جزء من الأصول في استثمارات قد لا يتولد عنها أي عائد مجدي.

٢. أن لا يكون هدف المنشأة تحقيق معدل مرتفع على الأصول المتداولة عن طريق انتقاص حجم الاستثمار فيها؛ لأن هذا النقص يعرض المنشأة لمخاطر نفاذ هذه الأصول، بمعنى آخر يجب على المنشأة أن تراعي قضية التوازن، و قرارات الاستثمار الخاصة بالأصول المتداولة.

٣. الاحتفاظ بشكل دائم ومستمر بنقدية جاهزة قادرة على مواجهة النفقات اليومية والتشغيلية المحددة و ذات الصبغة المستمرة .

٤. القيام بإدارة ذممها المدينة إدارة جيدة من خلال متابعتها و متابعة المراكز المالية لأصحابها، وتكوين المخصصات اللازمة؛ حتى تستطيع مواجهة الظروف الطارئة الخاصة بتلك الذمم.

٥. الاحتفاظ بمخزون سلعي قادر على تلبية احتياجات زبائنها، وأن تتبع المنشأة في ذلك منهج الاعتدال، فلا تحتفظ بمخزون كبير جداً يترتب عليه تكاليف عالية، كما لا تحتفظ بمخزون أقل

من الحجم المطلوب بحيث يجعلها عاجزة عن مواجهة احتياجات زبائنها، ولن يتم التوسع في كيفية إدارة كل عنصر من عناصر الأصول المتداولة في هذه المرحلة، حتى لا يتحول الكتاب إلى إدارة مالية، (لان الطالب سيدرس بشكل مفصل إدارة راس المال العامل في مساق الإدارة المالية)

٦. أن تراعي المنشأة عند اتخاذ قرارات الاستثمار في الأصول المفاهيم الأساسية المتعلقة بالاستثمار مثل؛ العائد و المخاطرة، السيولة والأمان وعلاقة هذه العناصر مع بعضها البعض. محاولة بذلك أن تقيم علاقة متوازنة قدر الإمكان بينها.

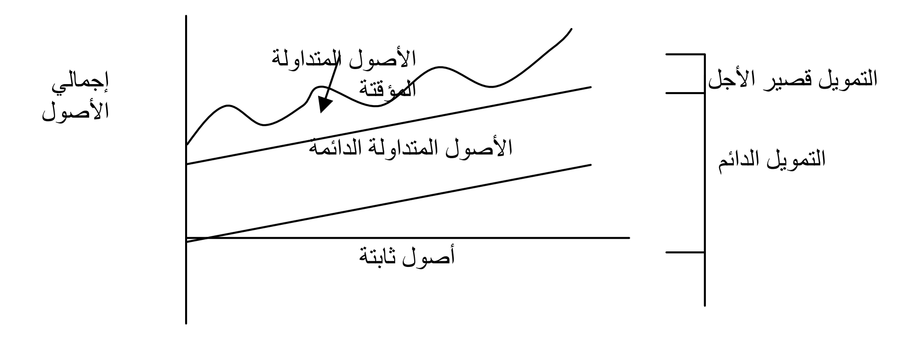
أما فيما يتعلق بقرارات استخدام الالتزامات المتداولة فيمكن الإشارة إلى أن الالتزامات المتداولة هي مصدر من مصادر تمويل الأصول المتداولة، إلى جانب مصادر التمويل طويلة الأجل، وتمتاز الخصوم المتداولة (كمصدر من مصادر التمويل) عن المصادر الأخرى بالمرونة الكبيرة التي تسمح للمنشأة وتكيفها لمواجهة التغيرات الموسمية و الاحتياجات الطارئة.

بالإضافة إلى أن الخصوم المتداولة كمصدر من مصادر التمويل تتميز بانخفاض تكلفته في العادة، مقارنة مع تكلفة التمويل طويل الأجل، إلا انه يجب أن تأخذ المنشأة بعين الاعتبار عند استخدامها للخصوم المتداولة انه على الرغم من المميزات التي تمتاز بها الخصوم المتداولة كمصدر من مصادر التمويل، يؤخذ عليها تعريض المنشأة لمخاطر العسر المالي بدرجة كبيرة، نظرا للمدى القصير المتاح للمنشأة، لتدبير الأموال اللازمة لسداد هذا المصدر في تاريخ استحقاقه، مقارنة مع المدى الواسع و الكبير المتاح لها في حالة التمويل طويلة الأجل، الأمر الذي من شأنه أن يتيح المجال للبحث عن مصادر مختلفة لتوفير الأموال اللازمة لسداد مصادر التمويل طويلة الأجل التي استخدمتها.

ومن خلال ما سبق نستطيع أن نخلص إلى نتيجة مفادها: أن الخصوم المتداولة كمصدر من مصادر التمويل لها مزايا وعيوب، مثلها مثل مصادر التمويل طويلة الأجل، وأن قرار المفاضلة بين الاثنين يرجع بشكل أساسي ورئيسي إلى طبيعة إدارة المشروع، ومدى قابليتها ورغبتها في تحمل المخاطر، ويمكن تقسيم سياسات تمويل رأس المال العامل إلى ما يلي:

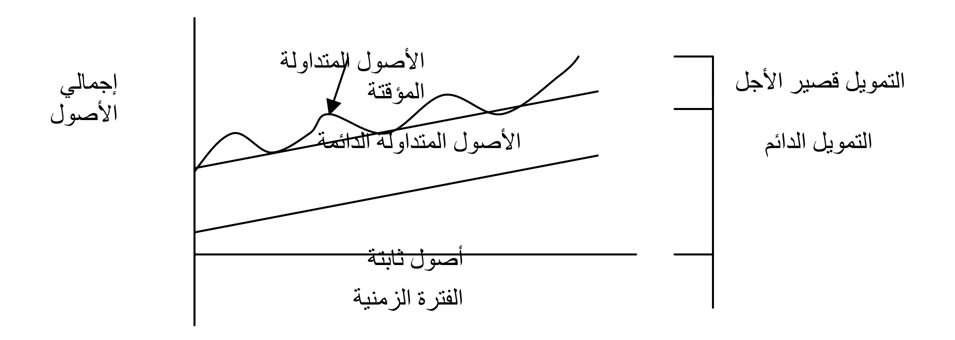
* سياسة التمويل المحافظة.
* سياسة التمويل الجريئة.
* سياسة التمويل المثالية.

إن القرار الرئيسي المتعلق بسياسة إدارة رأس المال العامل يتمثل في الاختيار بين استخدام التمويل قصير الأجل مقابل التمويل طويل الأجل، وبالاطلاع على الشكل (٢)



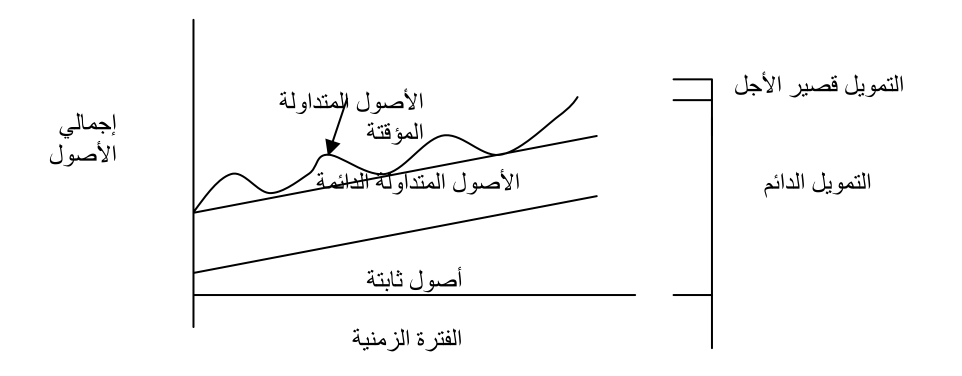
شكل (٢)

نلاحظ بأن السياسة المثلى تقتضي بأن يتم تمويل الأصول الثابتة و الأصول المتداولة الدائمة من مصادر تمويل طويلة الأجل، ويتم الاعتماد على الخصوم المتداولة في تمويل الأصول المتداولة المؤقتة، حتى نضمن عدم حدوث عسر مالي في الشركة، ولكن على أرض الواقع فان القرار يعتمد على ميول إدارة المنشأة على تحمل المخاطر فالشكل (٢) يوضح السياسة البديلة، وهي السياسة الجريئة لادارة رأس المال العامل التي تتحمل في ظلها إدارة المنشأة مخاطر، لأنها تمول جزء من استثماراتها في الأصول المتداولة الدائمة من مصادر تمويل قصيرة الأجل، بالإضافة إلى تمويل جميع استثماراتها في الأصول المتداولة المؤقتة من تلك المصادر، وبذلك فإنها ترفع من التزاماتها قصيرة الأجل والشكل التالي يوضح ذلك:



شكل (٣)

والسياسة البديلة للسياسة الجريئة و تعرف بالسياسة المحافظة، وعادة تكون إدارة المنشأة في ظلها أقل عشقاً لتحمل المخاطرة، وبالتالي فإنها تعتمد على تخفيض تمويلها من الالتزامات قصيرة الأجل، وتعتمد على تمويل معظم استثماراتها من التمويل طويل الأجل، وتقوم بتمويل الأصول الثابتة والأصول المتداولة الدائمة، بالإضافة إلى جزء من الأصول المتداولة المؤقتة من مصادر التمويل طويلة الأجل، وتعتمد على التمويل قصير الأجل فقط لتمويل جزء من الأصول المتداولة المؤقتة وشكل رقم (٤) يوضح ذلك.



شكل (٤)

أسئلة مقترحة

١. ما الفرق بين التركيز على الأرباح وتعظيم القيمة السوقية للمنشأة؟
٢. بالرجوع إلى المكتبة أكتب تقريراً حول العولمة وأثرها على عمل المدراء الماليين في فلسطين؟
٣. ما المقصود بمصدر التمويل الملائم؟

الفصل الثاني

القيمة الزمنية للنقود

الفصل الثاني
القيمة الزمنية للنقود
Time Value of Money

القيمة الزمنية للنقود موضوع ذو أهمية كبيره في علم التمويل والاستثمار، ويوضح هذه الأهميه المثال البسيط التالي:

منشأه أو شركه صناعية تود القيام بشراء موجودات ثابتة ؛ لاستخدامها في مجال معين، لتحقيق عوائد مستقبلية على مدى سنوات قادمة، تبدأ من تاريخ استخدامها وحتى انقضاء عمرها الإنتاجي. وبشكل مختصر، إن هذه الشركة استخدمت تدفقات نقدية صادرة بغض النظر عن مصدرها (اقتراض، أم أموال ذاتية) عند شراء هذه الأصول، وبالمقابل حصلت على تدفقات نقدية واردة عند استخدامها لهذه الأصول على مدى سنوات عمرها الإنتاجي. وبالتالي فإن أي قرار حالي تريد هذه الشركة اتخاذه، لا بد من مقارنة التدفقات النقدية الصادرة مع التدفقات النقدية الواردة، و لكن حتى تكون هذه المقارنة منطقية لا بد من أخذ عامل الزمن بعين الاعتبار؛ لأن توقيت كل من التدفقات يختلف عن الآخر، ومن هنا تتجلى أهمية موضوع القيمة الزمنية للنقود لأنه هو الأساس والقاعدة الرئيسية التي تنطلق منها المنشآت، لإرجاع قيمة التدفقات النقدية ذات الأوقات الزمنية المختلفة إلى نقطة زمنية واحدة، تسمح لنا بالمقارنة المنطقية و بالتالي اتخاذ القرارات المناسبة.

وقد يتساءل القارئ في السبب الذي يجعل قيمة التدفقات النقدية اليوم تختلف عن قيمتها في المستقبل، بالرغم أن وحدة النقد هي نفسها المستخدمة في كلتا الفترتين؟ والجواب أنه من حيث المبدأ فإن قيمة أي مبلغ من النقود تملكه اليوم أكبر من قيمة مبلغ مساو له تملكه في المستقبل، بمعنى أن القيمة الحالية للدينار أعلى من قيمة ذلك الدينار الممتلك في المستقبل، فمن كان يشترى بدينار قبل سنتين يمكن أن يشترى بأربع دنانير اليوم، ومن يشترِ بأربع دنانير اليوم يمكن أن يشتري بعشر دنانير في المستقبل، هذا ما يعنيه مصطلح القيمة الزمنية للنقود. أما أسباب ذلك فهي كثيرة، أهمها التضخم الذي يعني الارتفاع العام و المستمر في الأسعار، كما يؤثر على القيمة الزمنية للنقود المخاطرة، وعدم التأكد، وفقدان الكسب للأموال.

فالقوة الشرائية لوحدة النقد الواحدة اليوم أكبر من القوة الشرائية لتلك الوحدة في المستقبل بسبب ارتفاع الأسعار، أما سبب ارتفاع الأسعار فهو زيادة القيمة المضافة الحقيقية نتيجة لزيادة عملية التبادل، و كذلك بسبب سرعة دوران العملية الإنتاجية، كل ذلك أدى إلى ارتفاع الأسعار، و بالتالي انخفاض القيمة الشرائية لوحدة النقد.

ومن هنا نجد أن موضوع القيمة الزمنية للنقود أمر في غاية الأهمية؛ لأن الأساس الذي ننطلق منه لإنشاء المفاضلة بين مبلغين أو استثمارين أو مشروعين أو أكثر يحدث كل منهما في أوقات مختلفة، وغير ذلك من الأمور التي تشكل موضوع القيمة الزمنية الأساس لاتخاذ القرار الملائم .

أما كيفية احتساب القيمة الزمنية للنقود، فانه يلزم أدوات تقييم التدفق النقدي المستقبلي بمعيار اليوم، وهناك أسلوبان مستخدمان لذلك:-

١. الفوائد.

٢. معدل الخصم.

وبناء على ذلك فانه يجب على المستثمرين معرفة كيفية الاستفادة من اعتبارات القيمة الزمنية للنقود، واستخدامها في اتخاذ القرارات الاسثماريه، والمفاضله بين مختلف المشاريع، واختيار الافضل، وعدم الاستثمار في مشاريع فاشله، ويستخدم لذلك- عادة- بعض المؤشرات التي تعتمد على القيمه الزمنيه للنقود عند حسابها، مثل صافي القيمه الحالية، ومعدل العائد الداخلي .

وعليه فإن الشركات تهتم بشكل خاص في معرفة كيفية حساب التدفق النقدي المخصوم للمنشأة، وأثر ذلك في قيمتها، ولمعرفة ذلك لابد من تناول عدة مواضيع في هذا الفصل، أهمها: الفائدة البسيطة وكيفية حسابها، الفائدة المركبة، ايجاد جملة المبلغ على أساس الفائدة البسيطة والمركبة، وإيجاد جملة الدفعات المنتظمة باستخدام الفائدة البسيطة والمركبة، القيمة الحالية للدفعات والمبالغ واستخداماتها من قبل الشركات.

أولاً: الفائدة البسيطة:

تعرف الفائدة على أنها العائد الذي يدفع مقابل استخدام الأموال، وتحسب الفائدة البسيطة عادة على أصل المبلغ فقط، ولا تحسب فائدة على الفوائد كما هو الحال في الفائدة المركبة، ويمكن ايجاد مبلغ الفائدة البسيطة باستخدام المعادلة التالية:

الفائدة = أصل المبلغ × معدل الفائدة × الفترة الزمنية

والفترة الزمنية يمكن أن تكون سنة أو شهراً أو يوماً، لذلك هناك ثلاث عوامل أساسية تؤثر على مبلغ الفائدة هي:

١. أصل المبلغ.

٢. معدل الفائدة.

٣. ج. الفترة الزمنية.

ولايجاد جملة المبلغ المستثمر، يتم إضافة الفوائد إلى أصل المبلغ ، وتكون معادلة ايجاد جملة المبلغ عندما تكون الفائدة بسيطة كما يلي:

جملة المبلغ = أصل المبلغ + الفوائد.

= أصل المبلغ + [أصل المبلغ × معدل الفائدة × الفترة الزمنية]

جملة المبلغ = أ(١+ع×ن)

مثال (١):

اقترض أحد التجار مبلغ 10000 دينار من أحد البنوك التجارية لمدة 3 سنوات، وكان البنك يحسب معدل فائدة بسيطة 13% .

المطلوب: احتساب الفائدة المستحقة للبنك.

ف = أ × ع × ن

=10000× 13% × 3

= 3900 دينار .

مثال (٢):

اقترض أحد الأشخاص مبلغ 5000 دينار بمعدل فائدة بسيطة 12% سنوياً، وتم الاتفاق مع البنك على سداد أصل القرض والفوائد المستحقة بعد 5 سنوات.

المطلوب: إيجاد جملة ما يستحق للبنك.

نجد جملة المبلغ المستحق .

جملة المبلغ = أصل المبلغ + الفوائد

= أ (١+ع×ن)

= 5000 (1+12%×5)

= 8000 دينار .

مثال (٣):

أودع أحد الأشخاص مبلغ 6000 دينار بالبنك، بمعدل فائدة بسيطة 12% سنوياً، ولمدة 6 شهور.

المطلوب: ايجاد مبلغ الفائدة وجملة المبلغ المستحق.

ف = أ × ع × ن

= 6000×12%×6/12

= 360 دينار .

الجملة = أصل المبلغ + الفوائد

= 6000 + 360

= 6360

نلاحظ في هذا المثال أن الفترة الزمنية كانت أقل من سنة .

مثال (٤):

أودع أحد الأشخاص مبلغ 5000 دينار في أحد البنوك التجارية، وبعد مرور 7 شهور تبين أن مجموع ما يستحقه هذا الشخص يساوي 5408.3 دينار .

المطلوب: ايجاد معدل الفائدة البسيطة الذي احتسبها البنك .

الجملة = أ (١ + ع x ن)

$5408.3 = 5000(1+\text{ع} \times \frac{7}{12})$

ومنها ع = 14%

ايجاد مبلغ الفائدة إذا كانت الفترة الزمنية بالأيام:

يوجد نوعين من الفائدة، هما الفائدة التجارية والفائدة الصحيحة، ويتوقف نوع الفائدة على عدد أيام السنة المحسوبة، فإذا تمت قسمة عدد الأيام على 360 يوماً كانت الفائدة تجارية، إما إذا تمت القسمة على 365 أو 366 كانت الفائدة صحيحة، وعاده تكون الفائده التجاريه اكبرمن الفائده الصحيحه والمعادلة التالية تثبت ذلك.

الفائدة التجارية = $\frac{\text{أ} \times \text{ع} \times \text{ن}}{360}$

الفائدة الصحيحة = $\frac{\text{أ} \times \text{ع} \times \text{ن}}{365}$

ومنها الفائدة التجارية / الفائدة الصحيحة تساوي 73 ÷ 72

مثال (١):

اقترض أحد التجار مبلغ 5000 دينار بتاريخ ١٩٩٨/٢/٩ من احد البنوك بمعدل فائدة بسيطة 12% سنوياً .

المطلوب: حساب الفائدة التجارية والفائدة الصحيحة المستحقة عليه بتاريخ ١٩٩٨/٧/٢٠

في البداية يتم حساب الفترة الزمنية كما يلي :

شهر٢	شهر ٣	شهر ٤	شهر ٥	شهر ٦	شهر ٧
١٩	٣١	٣٠	٣١	٣٠	٢٠

= 161 يوم

ف ت = $\frac{\text{أ} \times \text{ع} \times \text{ن}}{360}$

$= 5000 \times 12\% \times \frac{161}{360} = 268.3$ دينار

$$\text{ف ص} = \frac{\text{أ} \times \text{ع} \times \text{ن}}{365}$$

$$= 5000 \times 12\% \times \frac{161}{365} = 264.5 \text{ دينار}$$

مثال (٢):

إذا كان الفرق بين الفائدة التجارية والفائدة الصحيحة يساوي ٤.

المطلوب: ايجاد كل من الفائدة التجارية والفائدة الصحيحة.

ف ت= $73 \times 4 = 292$

ف ص = $72 \times 4 = 288$

أسئلة وتمارين

سؤال (١):

أودع تاجر مبلغ 50000 دينار في أحد البنوك التجارية بتاريخ ١٩٩٨/٤/٢ بمعدل فائدة بسيطة تجارية غير معروف، وفي تاريخ ١٩٩٨/١٠/٢٥ وجد أن الفائدة الصحيحة المستحقة له بلغت 4232.87 دينار.

المطلوب: حساب الفائدة التجارية ومعدل الفائدة.

سؤال (٢):

أودع أحد الأشخاص المبالغ التالية في أحد البنوك التجارية:

مبلغ 15000 دينار بتاريخ ١٩٩٨/٥/٢ .

مبلغ 10000 دينار بتاريخ ١٩٩٨/٦/٣ .

مبلغ 7000 دينار بتاريخ ١٩٩٨/٧/٧ .

فإذا تبين أن مجموع ما يستحق له في نهاية عام ١٩٩٨ هو 33720 دينار، وكان البنك يحسب فائدة تجارية.

المطلوب: إيجاد معدل الفائدة الذي احتسبه البنك.

ثانياً: الفائدة المركبة:

تعرفنا في بداية هذا الفصل على كيفية احتساب الفائدة البسيطة، وعرفنا أن الأساس في احتسابها هو أصل المبلغ المودع أو المقرض، فهو ثابت لا يتغير مهما طالت فترة الإيداع أو الاستثمار أو الاقتراض، ومهما قصرت هذه الفترة.

أما الفائدة المركبة، فيتم احتساب فائدة أخرى على الفوائد المستحقة، بمعنى عدم اعتبار المبلغ الأصلي ثابتاً تحتسب على أساسه الفوائد، بل جعله متغيراً عن طريق زيادة فائدة الوحدة الزمنية على أصل المبلغ، واحتساب الفائدة على كل من الأصل والفوائد معاً.

١. الفرق بين الفائدة البسيطة والفائدة المركبة:

يوجد عدة فروق بين الفائده البسيطه والفائده المركبه، أهمها :

أ. تحسب الفائدة البسيطة على أصل المبلغ فقط، بينما تحسب الفائدة المركبة على الأصل والفوائد معاً.

ب. مجموع الفوائد المحسوبه على أساس مفهوم الفائدة البسيطة أقل من مجموع الفوائد المحسوبه على أساس مفهوم الفائدة المركبة باستثناء وحدة الزمن الأولى حيث تتساوى الفائدة بالأسلوبين.

٢. معدل الفائدة الاسمي والحقيقي (الفعلي):

عند دراسة الفوائد المركبة يجب أن نفرق بين سعر الفائدة السنوي الاسمي، ومعدل الفائدة السنوي الحقيقي، فإذا كان معدل الفائدة 2% عن كل ¼ سنة، فإن معدل الفائدة السنوي الاسمي في هذه الحالة هو 8%.

أما معدل الفائدة الحقيقي في هذه الحالة، والذي لو حسبت على أساسه جملة 100 وحدة نقدية خلال سنة كاملة، لأعطى لنا نفس الجملة، إذا ما حسبت على أساس معدل الفائدة الربع سنوي ولمدة ٤ وحدات زمنية، وهو في هذه الحالة يساوي $(1+2\%)^4 - 1 = 0.08243$ ، 8.243% ويكون الفرق بين المعدل السنوي الاسمي والحقيقي هو 0.243%.

٣. القانون الأساسي للفائدة المركبة:

إذا حسبت جملة المبلغ على أساس الفائدة المركبة فإن الأصل لا يظل ثابتاً، بل يجب أن يزيد بمقدار الفائدة المستحقة عن الفتره الأولى وبناء على ذلك فإن:

رأس مال الفتره الثانية = أصل المبلغ في الفتره الأولى + الفوائد المستحقة عنه = أ(1+ع)

وتكون الجملة بفائدة مركبة لمدة استثمار مقدارها فترتين هي:

أ (1+ع) (1+ع) = أ$(1+ع)^2$.

وعند اتباع هذا الأسلوب في حساب الفائدة المركبة :

فإن جملة المبلغ في الفترة الثالثة = أ $(1+ع)^3$.

وجملة المبلغ في السنة الرابعة = أ $(1+ع)^4$.

لذلك يكون القانون الأساسي للفائدة المركبة كالتالي:

جملة المبلغ = أ $(1+ع)^{ن}$.

وبما أن جملة المبلغ = أصل المبلغ + الفوائد.

لذلك فإن الفوائد = جملة المبلغ – أصل المبلغ

ومن خلال القانون الأساسي للفائدة المركبة سيتم الحديث في هذا الفصل عن عـــدة مواضـــيع متعلقة بهذا القانون، هي:

- القيمه الاجماليه للمبلغ.
- القيمة الإجمالية للدفعات المنتظمة.
- القيمة الحالية لمبلغ معين سيتم الحصول عليه في المستقبل.
- القيمة الحالية للدفعات المنتظمة.
- القيمة الحالية للدفعات المؤجلة.

أ. ايجاد القيمة الإجمالية (القيمة المستقبلية) لمبلغ دينار واحد:

سيتم استخدام القانون الأساسي للفائدة المركبة لايجاد جملة مبلغ دينار واحد، سواء أكانت الفوائد المركبة تضاف سنوياً أم شهرياً أم ربع سنوي أم يومياً.

مثال (١):

أودع أحد الأشخاص مبلغ 20000 دينار في احد البنوك التجارية بمعدل فائدة مركـــب، 12% سنوياً فإذا كانت الفوائد تضاف سنوياً، فما هي جملة ما يستحق لهذا الشخص بعد 5 سنوات من ايداع المبلغ، وما هي قيمة الفوائد المستحقة له:

الحل:

جملة المبلغ = أصل المبلغ (1+معدل الفائدة)^{ن} .

$= 20000(1+12\%)^5$

$= 20000 \times 1.76234$

= 35246.8 دينار .

إن الرقم 1.76234 يسمى عادة بمعدل التراكم، ويعرف بأنه جملة دينار واحد ، يتم استثماره بمعدل فائدة ع ولمدة ن فترة زمنية حيث أن:

جملة المبلغ = أصل المبلغ × معدل التراكم

ويمكن ايجاد معدل التراكم من خلال جداول الفائدة المركبة، وهذا واضح في جــدول القيمــة الإجمالية لمبلغ دينار واحد، بمعدل فائدة 12% وفترات زمنية **5**، ومن الأفضل استخدام الآلة الحاسبة لحل المعادلة السابقة.

أما الفوائد = جملة المبلغ – أصل المبلغ

= 35246.8−20000 = 15246.8 دينار

ويمكن إيجاد الفوائد بطريقة أخرى، وهي طرح واحد صحيح من معدل التراكم وضرب الناتج في أصل المبلغ كما يلي:

معدل التراكم = $(1+12\%)^5 - 1$

= $1.76234 - 1 = 0.76234$

مجموع الفوائد= $0.76234 \times 20000 = 15246.8$ دينار .

تعرفنا في المثال السابق على كيفية إيجاد جملة المبلغ، ومجموع الفوائد عن فترة زمنية معينة، ولكن المثال التالي يوضح كيف ظيمكن إيجاد مصروف الفائدة عن فترة زمنية واحده.

مثال (٢):

اقترض أحد الأشخاص مبلغ 1000 دينار بمعدل فائدة مركب 10% سنوياً ولمدة ٤ سنوات فما هو مصروف الفائدة عن كل سنة.

فائدة السنة الأولى = $1000 \times 10\% = 100$ دينار

فائدة السنة الثانية = $1100 \times 10\% = 110$ دنانير

فائدة السنة الثالثة = $1210 \times 10\% = 121$ ديناراً

فائدة السنة الرابعة = $1331 \times 10\% = 133.1$ من الدينار

لكن لو طلب منا إيجاد مصروف الفائدة عن السنة الثالثة فقط فيمكن إيجادها كما يلي:

نجد جملة المبلغ في السنة الثانية حيث تساوي $1000(1+10\%)^2 = 1210$

ثم نجد جملة المبلغ في السنة الثالثة حيث تساوي $1000(1+10\%)^3 = 1331$

الفرق بين جملة السنة الثالثة وجملة السنة الثانية تساوي الفائدة عن السنة الثالثة حيث تســـاوي $1331 - 1210 = 121$ ديناراً .

مثال (٣):

أودع أحد الأشخاص مبلغ 50000 دينار في أحد البنوك التجارية بمعدل فائدة مركب سـنوي يساوي 12% ولمدة 10 سنوات .

المطلوب: ايجاد جملة ما يستحق لهذا الشخص في نهاية المدة إذا كانت الفوائد تضاف :

أ. سنوياً . ب. ربع سنوياً . ج. شهرياً .

الحل:

أ. إذا كانت الفوائد تضاف سنوياً:

جملة المبلغ = 50000 $(1+12\%)^{10}$

= 155292 ديناراً

مجموع الفوائد = 155292 – 50000

= 105292 ديناراً

ب. إذا كانت الفوائد تضاف ربع سنوياً:

الفائدة الربع سنوية = $\frac{12\%}{4}$ = 3%

عدد الفترات الزمنية التي تضاف على أساسها الفائدة هي 10× 4 = 40 فترة .

الجملة = أصل المبلغ × معدل التراكم

= $50000(1+3\%)^{40}$

= 50000 × 3.26203

= 163101.8 دينار

الفوائد = 163101.8 – 50000 = 113101.8 دينار

أو الفوائد = 50000 [$(1+3\%)^{40}$ - 1]

جـ. إذا كانت الفوائد تضاف شهرياً:

الجملة = أصل المبلغ × معدل التراكم

الفائدة الشهرية = $\frac{12\%}{12}$ = 1%

عدد الفترات الزمنية = 12× 10 = 120 شهر (فترة زمنية)

الجملة = 50000 $(1+1\%)^{120}$

= 165019 ديناراً

الفوائد = 165019 – 50000 = 115019 ديناراً

نلاحظ من حل المثال السابق أن الفوائد تزداد كلما زاد عدد الفترات التي تضاف على أساسها الفوائد، على الرغم من ثبات الفترة الزمنية الأساسية، وهذه الحالة لا تنطبق على الفائـــدة البســـيطة، ويمكن اللجوء إلى جداول الفائدة المركبة لايجاد معدل التراكم وحل المثال السابق.

سؤال:

أودع أحد الأشخاص مبلغ 8000 دينار لمده 100 يوم، فما هو مبلغ الفائدة المستحق له إذا كان معدل الفائدة المركب السنوي يساوي ١٢٠%.

ب. القيمة الاجمالية للدفعات المنتظمة (الحولية):

قد يكون إيداع المبالغ أو سداد الديون على شكل دفعات متساوية، تودع أو تستحق على فترات زمنية منتظمة وبصفة دورية(أول كل فترة زمنية) وتسمى في هذه الحالة بالدفعات الفورية، أو فـــي نهاية كل فترة زمنية وتسمى في هذه الحالة بالدفعات العادية، وبصورة عامة يوجد ثلاث أنواع مـــن الدفعات: النوع الأول وهو ما يسمى بالدفعات المؤكدة حيث تاريخ بداية وانتهاء الإيـــداع أو الســـداد للدفعات معروف ومؤكد، أما النوع الثاني من الدفعات فهو الدفعات الغير مؤكدة، حيث بداية أو انتهاء الإيداع والسداد مجهول تماماً ويدخل مثل هذا النوع من الدفعات تحت نطاق دراسة التأمين. أما النوع الثالث فهو ما يتعلق بالدفعات التي لها بداية محددة، ولكن ليس لها نهاية محددة فهي دفعات دائمة.

جمله الدفعات المؤكدة(الحولية)

الدفعات المؤكدة قد تكون عادية أو فورية (مقدمه)على النحو التالي :

أ. جملة الدفعات العادية:

ويتم تحصيل مبلغ الدفعة آخر كل وحدة زمنية التي قد تكون سنوية أو شهرياً أو نصف سنوية حسب نوع التعاقد.

ويمكن ايجاد جملة مثل هذا النوع من الدفعات عن طريق جداول الفائدة المركبة مـــن جـــدول القيمة الإجمالية لدفعة عادية، وتكون جملة الدفعات تساوي قيمة الدفعة × معدل التراكم، أما باستخدام المعادلة فيمكن ايجاد القيمة الإجمالية للدفعات على النحو التالي:

جملة الدفعات العادية = قيمة الدفعة × $\frac{\left[(1+ع)^{ن}-1\right]}{ع}$

حيث $\frac{\left[(1+ع)^{ن}-1\right]}{ع}$ يمثل معدل التراكم .

مثال:

اتفق أحد الأشخاص مع إحدى شركات التأمين إيداع مبلغ 500 دينار في نهاية كل سنة ولمدة عشر سنوات، فإذا علم أن معدل الفائدة المركبة السائد في السوق يساوي 8% سنوياً.

المطلوب: حساب جملة ما يستحقه هذا الشخص في نهاية المدة وحساب مجموع الفوائد.

الحل :

$$\text{جملة الدفعات} = \text{قيمة الدفعة} \times \frac{\left[(1+ع)^{ن}-1\right]}{ع}$$

$$500 \times \frac{(1+8\%)^{10}-1}{8\%} = 7243.2$$

الفوائد = 7243.2 – 5000 = 2243.2 دينار. وتتم الاجابات في هذا النوع من الأسئلة باستخدام الآلة الحاسبه، ويمكن استخدام الكمبيوتر لحل مثل هذه الاسئله باستخدام نظام Excel، ويمكن عن طريق الجدول إيجاد معدل التراكم عند معدل فائدة 8% و10 فترات زمنية، و يكون معدل التراكم يساوي 14.4865. وهذا غير مفضل، وذلك لاحتمال أن تكون الفترات الزمنيه كبيره جدا أو معدل الفائده على شكل كسور.

مثال (٢):

أحد الأشخاص كان يودع 200 دينار في نهاية كل شهر، ولمدة 10 شهور، وبمعدل فائدة مركب 12% سنوياً.

المطلوب: إيجاد جملة ما يستحق لهذا الشخص في نهاية المدة

الفائدة الشهرية = 1%

$$\text{جملة الدفعات العادية} = 200 \times \left(\frac{(1+1\%)^{10}-1}{1\%}\right)$$

= 2092.4 دينار

مثال (٣):

اتفق شخص مع أحد البنوك أن يودع مبلغ 100 دينار في نهاية كل 6 شهور ولمدة خمس سنوات ونصف حتى يتمكن من حصوله على 1216.87 دينار في نهاية فترة الايداع.

المطلوب: حساب معدل الفائدة الاسمي الذي حسبه البنك

$$\text{الجملة للدفعات العادية} = \text{قيمة الدفعة} \times \left(\frac{(1+ع)^{ن}-1}{ع}\right)$$

$$\left(\frac{1-(1+ع)^{-11}}{ع}\right) \times 100 = 1216.87$$

معدل التراكم في هذه الحالة = $\frac{1216.87}{100}$ = 12.1687

كما نلاحظ في هذا المثال أن معدل الفائدة هو نصف سنوي، لذلك نتتبع معدل التراكم في جدول الدفعات العادية ومقابل 11 فترة زمنية، فيكون معدل الفائدة النصف سنوي يساوي 2%، بينما يكون معدل الفائدة الاسمي السنوي يساوي 2 × 2% = 4%، ويمكن أيضاً عن طريق التجربة والخطأ ايجاد قيمة (ع) في المعادلة السابقة عندما تكون قيمة(ع) التي تجعل شقي المعادلة متساويين هو 2% وهو معدل الفائدة النصف سنوي، لذلك يكون معدل الفائدة الاسمي يساوي 4%.

٢. جملة الدفعات المنتظمة الفورية:

إن ما يميز هذه الدفعات أنها تدفع أو تستحق في أول كل وحدة زمنية، وكثيراً ما يفضل المستثمرون هذا النوع من الدفعات، إذ أن جملة الدفعة الفورية أكبر من جملة الدفعات العادية، والمعادلة المستخدمه لايجاد جملة الدفعات الفورية هي:

جملة الدفعات الفورية = قيمة الدفعة × $\left(\frac{1-(1+ع)^{-ن}}{ع}\right)$ × (1+ع)

مثال:

إذا كان أحد الأشخاص يودع في بداية كل سنة مبلغ 300 دينار ولمدة 10 سنوات، و كان معدل الفائدة المركب السنوي = 4%. أوجد جملة الدفعات الفورية؟

جملة الدفعات الفورية = 300 × $\left(\frac{1-(1+\%4)^{-10}}{\%4}\right)$ × (1+%4)

= 3745.9 دينار

ويمكن استخدام جدول الدفعات العادية لإيجاد جملة الدفعات الفورية(المقدمه) كما يلي:

- في البداية نضيف واحداً إلى الفترات الزمنية.
- نجد معدل التراكم عند الفترة الزمنية الجديدة.
- نطرح من معدل التراكم واحداً صحيحاً، فيكون معدل التراكم الجديد هو معدل التراكم الذي يجب استخدامه لايجاد جملة الدفعات الفورية، ولكن يفضل دائما استخدام الاله الحاسبه أو الكمبيوتر للحل.

ففي المثال السابق يكون معدل التراكم مقابل 11 فترة زمنية من جدول الدفعات العاديـــة هــو 13.48635 .

معدل التراكم الواجب استخدامه هو 13.48675 – 1 = 12.48635.

جملة الدفعات الفورية = 12.48635 × 300 = 3745.9 دينار .

أسئلة وتمارين:

سؤال (١):

قرر أحد الأشخاص أن يدخر ما يفيض عن حاجته من نقود أول كل شهرين حتى يبلغ ابنه سن 26 سنه، فيتمكن أن يشتري له بيتاً ثمنه النقدي 72654 ديناراً فإذا علم أن عمر الابن اليوم هو 16 سنة، و الفوائد المركبة السنوية 6%.

المطلوب: تحديد ما يجب ايداعه من قبل الأب في اول كل شهرين لدى أحد البنك حتى يتمكن من شراء البيت.

سؤال (٢):

اتفق أحد الأشخاص مع أحد البنوك أن يودع دفعة سنوية أخر كل سنة ولمدة 10 سنوات حتى يتمكن من شراء عقار يبلغ ثمنه 14000 دينار في نهاية المدة. ومعدل الفائدة السنوي المركب يساوي 5%.

المطلوب: ايجاد قيمة الدفعة.

سؤال (٣):

أودع أحد الأشخاص مبلغ 5000 دينار في أحد البنوك فبلغت الفائدة المركبه عن هذا المبلــغ 102.5 دينار وكانت مده الاستثمار 5 سنوات

المطلوب: ايجاد معدل الفائدة .

القيمة الحالية وتطبيقاتها:

أ. القيمة الحالية لمبلغ نقدي واحد:

إذا اعتبرنا أن القيمة النقدية لمبلغ ما هي القيمة الحالية لهذا المبلغ، فإن جملة القيمة الحالية تساوي القيمة الاسمية له، ويمكن استخدام القانون الأساسي للفائدة المركبة لمعرفة كيفية إيجاد القيمة الحالية لمبلغ نقدي واحد حيث أن:

جملة المبلغ = أصل المبلغ (1+ع)^{ن}

وأصل المبلغ في هذه الحالة هو نفسه القيمة الحالية لهذا المبلغ (أي قيمة مبلغ سيتم الحصول عليه في المستقبل) لذلك يمكن ايجاد القيمة الحالية من المعادلة السابقة حيث تكون القيمة الحالية تساوي القيمة الاسمية/(1+ع)^{ن} ، ويتم استخدام هذه المعادلة في دراسات الجدوى؛ لمعرفة مدى ربحية المشاريع الاقتصادية المختلفة، وذلك عن طريق ايجاد ما يسمى بصافي القيمة الحالية.

مثال (١):

ما هي القيمة الحالية لمبلغ 5000 دينار من المتوقع الحصول عليه بعد 6 سنوات إذا كان معدل الفائدة السنوي المركب 12% سنوياً.

القيمة الحالية = $\frac{5000}{(1+12\%)^{6}}$ = 2533.15

ويمكن ايجاد القيمة الحالية لمبلغ نقدي واحد كما هو الحال في المثال السابق عن طريق جداول الفائدة المركبة، حيث تكون القيمة الحالية لمبلغ تساوي قيمة المبلغ مضروبة في معامل الخصم المقابل لمعدل الفائدة والفترة الزمنية.

وفي المثال السابق نلاحظ من الجدول أن معامل الخصم المقابل لـ 6 سنوات ومعدل فائدة 12% هو 0.50663 .

فالقيمة الحالية = 5000×0.50663 = 2533.15 دينار .

مثال (٢):

في المثال السابق لو كانت الفوائد السنوية تضاف شهرياً فما هي القيمة الحالية للمبلغ:

الفائدة الشهرية = 1%

القيمة الحالية = $\frac{5000}{(1+1\%)^{72}}$ = 2442.4 دينار

ويمكن أن تضاف الفوائد ربع سنوية أو نصف سنوية أو حتى يومياً.

ب.   القيمة الحالية للدفعات العادية المنتظمة (الحولية):

في كثير من الأحيان يودع أو يسدد الأشخاص أو الشركات مبالغ متساوية في نهاية أو بداية كل فترة زمنية، مع العلم أن عملية الايداع في نهاية كل فترة زمنية تسمى بالدفعات العادية، و في بداية الفترة تسمى دفعات فورية، ونعرض فيما يلي كيفية ايجاد القيمة الحالية للدفعات المنتظمة العادية.

$$\text{القيمة الحالية للدفعات العادية المنتظمة} = \text{قيمه الدفعة} \times \left[\frac{1 - \frac{1}{(1+ع)^{ن}}}{ع}\right]$$

حيث يسمى المبلغ $\left[\frac{1 - \frac{1}{(1+ع)^{ن}}}{ع}\right]$ بمعامل الخصم الذي يمكن الحصول عليه أيضاً من جدول القيمة الحالية للدفعات العادية .

مثال (١):

ما هي القيمة الحالية لـــ 5 دفعات سنوية تدفع في نهاية كل سنة، إذا كانت قيمة الدفعة تساوي 2000 دينار، ومعدل الفائدة السنوي 12% مركب .

$$\text{القيمة الحالية للدفعات العادية} = 2000 \times \left[\frac{1 - \frac{1}{(1+12\%)^{5}}}{12\%}\right]$$

= 7209.5 دينار

وتم الوصول إلى النتيجه باستخدام الآلة الحاسبة، ويمكن استخدام الجدول ايضا لايجادها، ومن الجدول يكون معامل الخصم يساوي 3.6047

وتكون القيمة الحالية للدفعات = 2000×3.6047 = 7209.5 دينار

مثال (٢):

في المثال السابق، ما هي القيمة الحالية لهذه الدفعات إذا كانت تدفع في نهاية كل شهر:

الفائدة الشهرية = 1%

$$\text{القيمة الحالية لخمس دفعات شهرية} = 2000 \times \left[\frac{1 - \frac{1}{(1+1\%)^{5}}}{1\%}\right]$$

= 9706.8 دينار

جـ. القيمة الحالية للدفعات الفورية(الحولية المقدمة):

تسمى الدفعات فورية إذا كانت تدفع في بداية كل فترة زمنية وعادة ما تكون القيمة الحالية لهذه الدفعات أكبر من القيمة الحالية للدفعات العادية، والمعادلة الأساسية التي يمكن استخدامها لايجاد القيمة الحالية لهذه الدفعات هي:

$$\text{القيمة الحالية للدفعات الفورية} = \text{قيمة الدفعة} \times \left[\frac{1 - \frac{1}{(1+ع)^{ن}}}{ع}\right] \times (1+ع)$$

مثال (١):

ما هي القيمة الحالية لـ 5 دفعات تدفع في بداية كل سنة إذا كانت قيمة الدفعة تساوي 2000 دينار ومعدل الفائدة السنوي 12% .

$$\text{القيمة الحالية للدفعات الفورية} = 2000 \left[\frac{1 - \frac{1}{(1+\%12)^{5}}}{\%12}\right] \times (1+\%12)$$

= 8074.7 دينار

مثال (٢):

في المثال السابق لو كانت هذه الدفعات تدفع في بداية كل شهر فما هي القيمة الحالية لهذه الدفعات.

الفائدة الشهرية = 1%

$$\text{القيمة الحالية للدفعات الشهرية} = 2000 \left[\frac{1 - \frac{1}{(1+\%1)^{5}}}{\%1}\right] \times 1.01 = 9803.9 \text{ دينار}$$

د. القيمة الحالية للدفعات الدائمة:

بعض الأشخاص يرغبون في الحصول على مبلغ ثابت مدى الحياة عن طريق استثمار مبلغ معين في البنك بمعدل فائدة ما، وهذا يسمى بالقيمة الحالية للدفعات الدائمة، وتكون الفترة الزمنية إلى ما لا نهاية.

$$\text{القيمة الحالية للدفعات الدائمة العادية} = \text{قيمة الدفعة} \times \left(\frac{1 - \frac{1}{(1+ع)^{\alpha}}}{ع} \right)$$

وبما أن (1+ع) $^{\alpha}$ تعطي رقماً كبيراً جداً، لذلك إذا تم قسمة واحد صحيح على هذا المبلغ ستؤول النتيجة إلى صفر لتصبح المعادلة على الشكل التالي:

قيمة الدفعة/ع× (1−صفر)

= قيمة الدفعة /ع

مثال (١):

ما هي القيمة الحالية لدفعة سنوية عادية قيمتها 200 دينار إذا كان معدل الفائدة السنوي يساوي 12% .

$$\text{القيمة الحالية} = \frac{200}{\%12} = 1666.6 \text{ دينار}$$

مثال (٢):

ما هو الأفضل لك، الحصول على مبلغ 5000 دينار فوراً، أم الحصول على مبلغ 50 دينار شهرياً وبشكل دائم إذا كان معدل الفائدة السنوي = 12% .

$$\text{القيمة الحالية للدفعات الشهرية} = \frac{50}{\%1} = 5000 \text{ دينار}$$

لذلك لا فرق بين البديلين.

تطبيقات عملية على القيمة الزمنية للنقود، من خلال القرارات الاستثمارية طويلة الأجل

تقييم الاستثمارات طويلة الأجل:

يعتبر اتخاذ قرار الاستثمار في أصول طويلة الأجل من أهم القرارات المالية في المنشأة لعدة أسباب منها:

١. إن نتائج هذه القرارات تؤثر في المنشأة لعدة سنوات، و بالتالي تفقد المنشأة قدرتها على تغيير القرار خلال هذه الفترة، إذ أن التغيير قد يكون مكلفاً جداً.
٢. إن القرار يحتاج إلى استثمار مبالغ كبيرة في حين أن العوائد من المشروع تعتمد على المبيعات المتوقعة خلال السنوات القادمة و هناك مخاطرة في عدم تحقق التوقعات.

لذلك يفترض في بالمنشآت أن تخطط للاستثمارات طويلة الأجل في الأصول الثابتة بعناية دقيقة من خلال إعداد ما يعرف بالموازنة الرأسمالية، وهي الخطة التي تحوي تفاصيل حول التدفقات

النقدية الخارجة (المتوقع دفعها) و الداخلة (المتوقع الحصول عليها) بالنسبة لكل مشروع معـــروض على بساط البحث، و من ثم استخدام أحد أساليب تقييم الاستثمارات طويلة الأجل مـــن أجـــل اتخـــاذ القرار حول الموافقة أو عدم الموافقة على المشروع .

أي أن اتخاذ القرارات الاستثمارية طويلة الأجل تمر بخطوتين أساسيتين:

١. تقدير التدفقات النقدية المتعلقة بالمشروع.
٢. استخدام إحدى أساليب التقييم لأجل اتخاذ القرار.

وفيما يلي نبذة عن كل من هاتين الخطوتين:

تقدير التدفقات النقدية:

تعتبر هذه الخطوة الأهم في اتخاذ القرار، إذ يتم وضع تقديرات حول قيمة الاستثمار الأولـــي المطلوب (تدفق نقدي خارج)، لأجل بدء المشروع، وكذلك صافي التدفقات السنوية اللاحقة، و ذلـــك طيلة عمر المشروع، وهذه عادة ما تكون تدفقات نقدية داخلة.

ويجب أن نفرق هنا بين مفهوم التدفق النقدي، و مفهوم الربح من وجهة نظر محاسبية، فالربح المحاسبي يعتمد على أساس الاستحقاق وعلى مقابلة الايرادات بالمصاريف التي شاركت في تحقيـــق هذه الايرادات، لذلك فإن شراء أصل معين نقداً لا يعتبر مصروفا بالمفهوم المحاسبي، و لكـــن يـــتم تقسيم كلفة ذلك الأصل على سنوات حياته الإنتاجية حيث تحمل كل سنة جزءاً من تلك التكلفة فيمـــا يعرف بقسط الاستهلاك السنوي.

أما من وجهة نظر التدفق النقدي فإن كلفة الأصل تعتبر تدفقا خارجا من اللحظة التي تم فيهـــا شراء الأصل، و يقاس على هذا جميع التدفقات الأخرى فكل ما يتوقع دفعه يعتبر تدفقا خارجـــا فـــي موعد الدفع، و كل ما يتوقع قبضه يعتبر تدفقا داخلا في تاريخ القبض، و يمكـــن أن نحـــول الـــربح المحاسبي إلى تدفق نقدي بإضافة قيمة الاستهلاك إليه.

ولأغراض إعداد الموازنة الرأسمالية فإننا نعتبر الاستثمار الأولي - و هـــو قيمـــة الأصـــل المطلوب شراؤه أو أي تدفقات مرتبطة به- تدفقا خارجا في بداية عمر المشروع وعادة يرمز لهـــذه النقطة الزمنية بالزمن صفر، أما باقي التدفقات السنوية فإننا نتعامل من خلالها مع صـــافي التـــدفق السنوي، أي التدفقات الداخلة مطروحاً منها التدفقات الخارجة لكل عام.

وتمتاز التدفقات النقدية عن الأرباح المحاسبية بسهولة قياسها ووضوحها، بالإضافة إلى كونها تمكننا من الأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود .

أساليب تقييم المشروعات:

يوجد عدة أساليب لتقييم المشروعات التي تعتمد على التدفقات النقدية في حسابها، وسنطلع على نوعين منها، وهما المتداولات حاليا:

الأساليب التقليدية: وهي التي لا تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود ، وسندرس من هذه الأساليب أسلوب فترة الاسترداد.

الأساليب الحديثة: وهي التي تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية لنقود ومنها:

١. صافي القيمة الحالية.
٢. مؤشر (دليل) الربحية.
٣. معدل العائد الداخلي.

وفيما يلي شرح مبسط لكل من هذه الأساليب التقليدية و الحديثة:

١. **الأساليب التقليدية وأهمها:**

فترة الاسترداد (Payback Period):

تعرف بأنها الفترة (بالسنوات) المطلوبة لكي يسترد الاستثمار الأولي في المشروع، و يتم قبول المشروع إذا كانت فترة الاسترداد أقل من الفترة التي تحددها الإدارة، لكي يكون المشروع مقبولا، وإلا فسيكون مرفوضاً.

مثال (١):

يتطلب أحد المشاريع استثماراً مبدئياً مقداره ٢٠ألف دينار، ويتوقع أن يعطي تدفقات نقدية سنوية مقدارها ٦٠٠٠ دينار ولمدة خمس سنوات. احسب فترة الاسترداد.

الحل:

نلاحظ في هذه الحالة أن التدفقات السنوية الداخلة متساوية، وفي هذه الحالة يمكن حساب فترة الاسترداد كالتالي:

فترة الاسترداد = الاستثمار المالي / التدفقات السنوية الثابتة

= ٢٠.٠٠٠ / ٦٠٠٠ = ٣.٣٣٣ سنة

أي ما يعادل ٣ سنوات و ٤ شهور.

مثال (٢):

فيما يلي التدفقات المتعلقة بأحد المشاريع الاستثمارية

السنة	التدفق النقدي
٠	(١٠٠٠٠) دينار الاستثمار الأولى (القوس يدل على أن التدفق خارج)
١	٥٠٠٠ دينار
٢	٤٠٠٠ دينار
٣	٣٠٠٠ دينار
٤	١٠٠٠ دينار

احسب فترة الاسترداد؟

الحل:

نلاحظ أن التدفقات الداخلة غير متساوية، و بالتالي يجب استخدام طريقة أخرى لايجاد فتـــرة الاسترداد وهذه الطريقة هي كما يلي:-

نحسب التدفقات المتراكمة سنويا لغاية تغطية الاستثمار الأولي.

وبما أن تغطية الاستثمار ستكون خلال إحدى السنوات، و ليس في نهايتها، نحسب كسر السنة اللازم لحدوث التغطية، و ذلك بقسمة المبلغ المتبقي لتغطية الاستثمار الأولي على التدفق النقدي خلال السنة التي حدثت فيها التغطية.

ففي المثال السابق نجد أننا سنسترد في السنة الأولي ٥٠٠٠ دينار و في الثانية ٤٠٠٠ دينار، ليصبح مجموع ما استرددناه ٩٠٠٠ دينار و يتبقى ١٠٠٠ دينار من السنة الثالثة لكي يكتمل استرداد التكلفة الأولية، ولكن التدفق في السنة الثالثة هو ٣٠٠٠ دينار أي أننا لا نحتاج إلا إلى جزء من هذه السنة. ويحسب كالتالي $\left(\frac{١٠٠٠}{٣٠٠٠}\right)$ من السنة.

ليصبح الجواب النهائي:

٢ سنة + $\frac{١٠٠٠}{٣٠٠٠}$ سنة = ٢.٣٣ سنة

أو ما يعادل سنتين و ٤ شهور.

ومن أهم عيوب هذه الطريقة، أنها تتجاهل القيمة الزمنية للنقود، بالإضافة إلى كونها تتجاهــل التدفقات النقدية التي تحدث بعد استرداد الكلفة، لذلك يفضل البحث عن طرق أفضل لتقييم المشاريع، و هذا يقودنا إلى مناقشة بعض الطرق الأخرى.

٢. الأساليب الحديثة:

١. صافي القيمة الحالية (Net present value):

تعتمد هذه الطريقة على خصم التدفقات النقدية؛ كي تعكس القيمة الزمنية، كما أنها تأخذ جميع التدفقات النقدية بعين الاعتبار، و بذلك فهي تتغلب على عيوب فترة الاسترداد، و تعرف صافي القيمة الحالية بأنها الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات الداخلة و الاستثمار الأولي، أي أن:

صافي القيمة الحالية = مجموع القيمة الحالية للتدفقات الداخلة – الاستثمار الأولي.

$$NPV = \frac{\text{التدفق ر}}{(\text{١+ع})^{\text{ن}}} - \text{الاستثمار الأولي}$$

أما معيار اتخاذ القرار فهو كالتالي:

- إذا كانت NPV أكبر من أو تساوي صفر، فان المشروع مقبول، أما إذا كانت أقل من الصفر فالمشروع مرفوض.
- إذا أردنا ترتيب عدة مشاريع فإن المشروع الأفضل هو المشروع الذي يكون (NPV) له أكبر من غيره.

وأخيراً فإن معدل الخصم (ع) الذي يستخدم لايجاد القيمة الحالية يدعى معدل العائد المطلــوب على الاستثمار، وهو عادة ما يساوي كلفة تمويل المشروع (كلفة رأس المال).

مثال (٣):

باستخدام بيانات المثال رقم (٢) السابق، و إذا علمت بأن كلفة تمويل المشروع تساوي ١٠% احسب صافي القيمة الحالية للمشروع ؟

الحل:

نحسب القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية ثم نطرح الاستثمار المبدئي :

الزمن	التدفق	القيمة الحالية للتدفق
١	٥٠٠٠	٥٠٠٠ / (١+١٠)١ = ٤٥٤٥.٤٥
٢	٤٠٠٠	٤٠٠٠ / (١+١٠%)٢ = ٣٣٠٥.٧٩
٣	٣٠٠٠	٣٠٠٠ / (١+١٠%)٣ = ٢٢٥٣.٩٤
٤	١٠٠٠	١٠٠٠ / (١+١٠%)٤ = ٦٨٣.٠١
		١٠٧٨٨.١٩ مجموع القيمة الحالية للتدفقات الداخلة

صافي القيمة الحالية = ١٠٧٨٨.١٩-١٠٠٠٠= ٧٨٨.١٩ دينار

وبما أن صافي القيمة الحالية موجب إذاً المشروع مقبول.

ورغم حسنات هذه الطريقة إلا أن لها عيوبا تتثمل في صعوبة حساب معدل الخصم المطلوب لها، كما أنها لا تصلح لمشاريع مختلفة الحجم أي أنها تتطلب استثمارات أولية مختلفة، و للتغلب على مشكلة اختلاف الحجم يمكن استخدام طريقة مؤشر الربحية:

٢. مؤشر الربحية (Pofitability Index):

هذه الطريقة تشبه طريقة صافي القيمة الحالية إلى حد كبير غير أنها تحسب النسبة بين التدفقات الداخلة و الخارجة بدل حساب الفرق بينهما، أي أن:

مؤشر الربحية = مجموع القيمة الحالية للتدفقات الداخلة / الاستثمار الأولي

ومعيار اتخاذ القرار هنا هو:

- قبول المشروع إذا كان مؤشر الربحية أكبر من أو يساوي الواحد الصحيح، و رفض المشروع إذا كان المؤشر اقل من واحد.
- عند ترتيب عدة مشاريع حسب أفضليتها فإن المشروع ذا مؤشر الربحية الأعلى يعتبر الأفضل.

مثال (٤)

في مثال رقم (٣) السابق احسب مؤشر الربحية.

$$\text{مؤشر الربحية} = \frac{١٠٧٨٨.١٩}{١٠.٠٠٠} = ١.٠٧٩$$

وبما أن مؤشر الربحية يزيد عن الواحد الصحيح فإن المشروع مقبول .

٣. معدل العائد الداخلي (Internal rate of Return):

يعرف معدل العائد الداخلي(IRR) بأنه معدل الخصم الذي يجعل القيمة الحالية للتدفقات الداخلة تساوي الاستثمار الأولي، أو هو معدل الخصم الذي يجعل صافي القيمة الحالية يساوي صفراً، وبالرموز فإن:

الاستثمار الأولي =

ومعيار اتخاذ القرار هنا هو:

قبول المشروع إذا كان معدل العائد الداخلي أكبر من أو يساوي معدل العائد المطلوب على المشروع، و الذي عادة ما يساوي كلفة تمويل المشروع.

عند تدريج عدة مشاريع فان معدل العائد الداخلي الأكبر يعتبر أفضل.

وتمتاز هذه الطريقة بسهولة فهم نتائجها من قبل الإدارة، إذ أننا نحصل على الإجابة على شكل نسبة مئوية، وإن كانت عملية حساب معدل العائد الداخلي صعبة وتعتمد على التجربة وقابلة للصواب والخطأ.

مثال (٥)

باستخدام بيانات المثال رقم (٢) السابق احسب معدل العائد الداخلي، و كيف تقيم المشروع إذا كانت كلفة رأس المال للمشروع تساوي ١٠%.

الحل:

$$١٠.٠٠٠ = \frac{٥٠٠٠}{(IRR+١)^{١}} + \frac{٤٠٠٠}{(IRR+١)^{٢}} + \frac{٣٠٠٠}{(IRR+١)^{٣}} + \frac{١٠٠٠}{(IRR+١)^{٤}}$$

وهنا لا بد من استخدام التجربة لمعرفة (IRR) وإذا استخدمنا معدلا معينا، وظهر أن القيمة الناتجة في الجانب الأيسر أكبر من الجانب الأيمن (الكلفة الأولية)، فلا بد أن نرفع المعدل المستخدم، و إذا ظهر العكس، أي أن الجانب الأيسر أقل فلا بد أن نخفض المعدل المستخدم، و هكذا حتى نصل إلى المعدل المطلوب و الذي يجعل الطرفان متساويان.

وباستخدام التجربة والخطأ نجد أن (IRR) في المثال السابق تساوي ١٤.٥%.

مثال (٦):

إليك التدفقات النقدية المرتبطة بأحد المشروعات:

السنة	التدفق
٠	(٤٠.٠٠٠) الاستثمار الأولي
١	١٢٠٠٠
٢	١٢٠٠٠
٣	١٢٠٠٠
٤	١٢٠٠٠

احسب معدل العائد الداخلي للمشروع:

الحل:

نلاحظ هنا أن التدفقات الداخلة متساوية وفي هذه الحالة يمكن أن نستفيد من جداول القيمة الحالية للدفعات في ايجاد (IRR) كما يلي:

القيمة الحالية للدفعات = قيمة الدفعة × معامل القيمة الحالية للدفعات عند ن= ٤ ع = ؟؟

٤٠.٠٠٠ = ١٢٠٠٠ × المعامل

المعامل = $\frac{٤٠٠٠٠}{١٢٠٠٠}$ = ٣.٣٣٣٣

والآن نذهب إلى جداول القيمة الحالية للدفعات و نبحث عند (ن = ٤) على قيمة المعامل المطلوب (٣.٣٣٣٣) و عندما نجدها تكون (ع) في أعلى الجدول هي قيمة IRR .

وعند البحث في الجدول ونجد ما يلي :

عند معامل ٣.٣٨٧٢ قيمة (ع) ٧%

وعند معامل ٣.٣١٢١ قيمة (ع) ٨%

وبما أننا نريد (ع) معامل ٣.٣٣٣٣ فسنلاحظ أن (ع) ستقع بين ٧% و ٨% ولمعرفة ع بالضبط نقوم بعمل نسبة و تناسب كالتالي:-

$$\frac{٣.٣٨٧٢ - ٣.٣٣٣٣}{٣.٣٨٧٢ - ٣.٣١٢١} = \frac{٧\% - ع}{٧\% - ٨\%}$$

$$\frac{٠.٠٥٣٩}{٠.٧٥١} = \frac{٧\% - ع}{- ١\%}$$

ع = ٦.٢٨%

أسئلة وتمارين

السؤال الأول:

أ. ما المقصود بمعدل الخصم؟

ب. لماذا تكون قيمة دينار اليوم أكبر من دينار الغد ؟

السؤال الثاني:

أحد الأشخاص يريد أن يضمن لنفسه مبلغ 10000 دينار عند بلوغه ســن الســتين علمــاً أن الرجل يبلغ من العمر الآن خمسين عاماً ومعدل الاستثمار يساوي 7.5% .

المطلوب: ايجاد المبلغ الواجب استثماره الآن .

السؤال الثالث:

اقترض أحد الأشخاص مبلغ 3120 دينار من أحد البنوك، وتعهد بسداد هــذا القــرض فــي ١٩٩٨/١٢/٣١ بدفع مبلغ 4000 دينار وكان البنك يحسب الفوائد على أساس مركب 5% سنوياً .

المطلوب: ايجاد التاريخ الذي تم فيه الاقتراض .

السؤال الرابع:

اشترى أحد الأشخاص سيارة وتعهد بسداد ثمنها عن طريق دفع 30 دفعــة نصــف ســنوية، يستحق أولها فوراً، فإذا علم أن معدل الفائدة السنوي 8% .

المطلوب: حساب ثمن شراء السيارة اليوم .

السؤال الخامس:

أوجد ثمن شراء منزل يقدر له إيراد سنوي 1000 دينار ولمدة 20 سنة من الآن بعد ذلك يباع بمبلغ 20000 دينار كأنقاض مع الأرض المقام عليها وكان معدل الفائدة السائد في السوق هو 8% .

السؤال السادس:

أحد الأشخاص قرر أن يودع لولده مبلغاً من المال في أحد البنوك يضمن له دفعــة مقــدارها 1000 دينار سنوياً نهاية كل سنة ولمدى الحياة ابتداءً من السنة الحالية وبمعدل فائدة مركــب 10% سنوياً .

المطلوب: ايجاد قيمة المبلغ الواجب ايداعه .

أسئلة اختيار من متعدد

اختر الجواب الصحيح:

١. ما هي الفائدة المستحقة على قرض قيمته 30000 دينار لمدة 130 يوماً وبمعدل فائدة سنوية مقدارها 9% اذا أضيفت الفائدة يوميا (على فرض أن عدد أيام السنة = 365 يوماً):

أ)961 ديناراً تقريبا ب) 977 ديناراً تقريبا ج) 97.7 ديناراً تقريبا د) جميع ما ذكر خطأ

٢. إذا أردت أن تقبض ايجار منزل عن ثلاث سنوات مقدما بعد عام من الآن، فما هو المبلغ الذي تتوقع أن تقبضه اذا كان معدل الخصم 12% وايجار المنزل السنوي = 5000 دينار:

أ) 10772 ديناراً ب) 12009 ديناراً ج) 16872 ديناراً د) جميع ما ذكر خطأ

٣. يدفع أسعد 100 دينار في نهاية كل شهر في برنامج توفير، فاذا كان معدل الفائدة السنوي 12% فان توفير أسعد بعد الدفعة الخامسة يساوي:

أ) 510 دينار ب) 548 دينار ج) 560 دينار د) جميع ما ذكر خطأ

٤. اذا كانت القيمة الحالية لمبلغ 139بعد سنه هي 125 دينار فإن معدل الخصم هو:

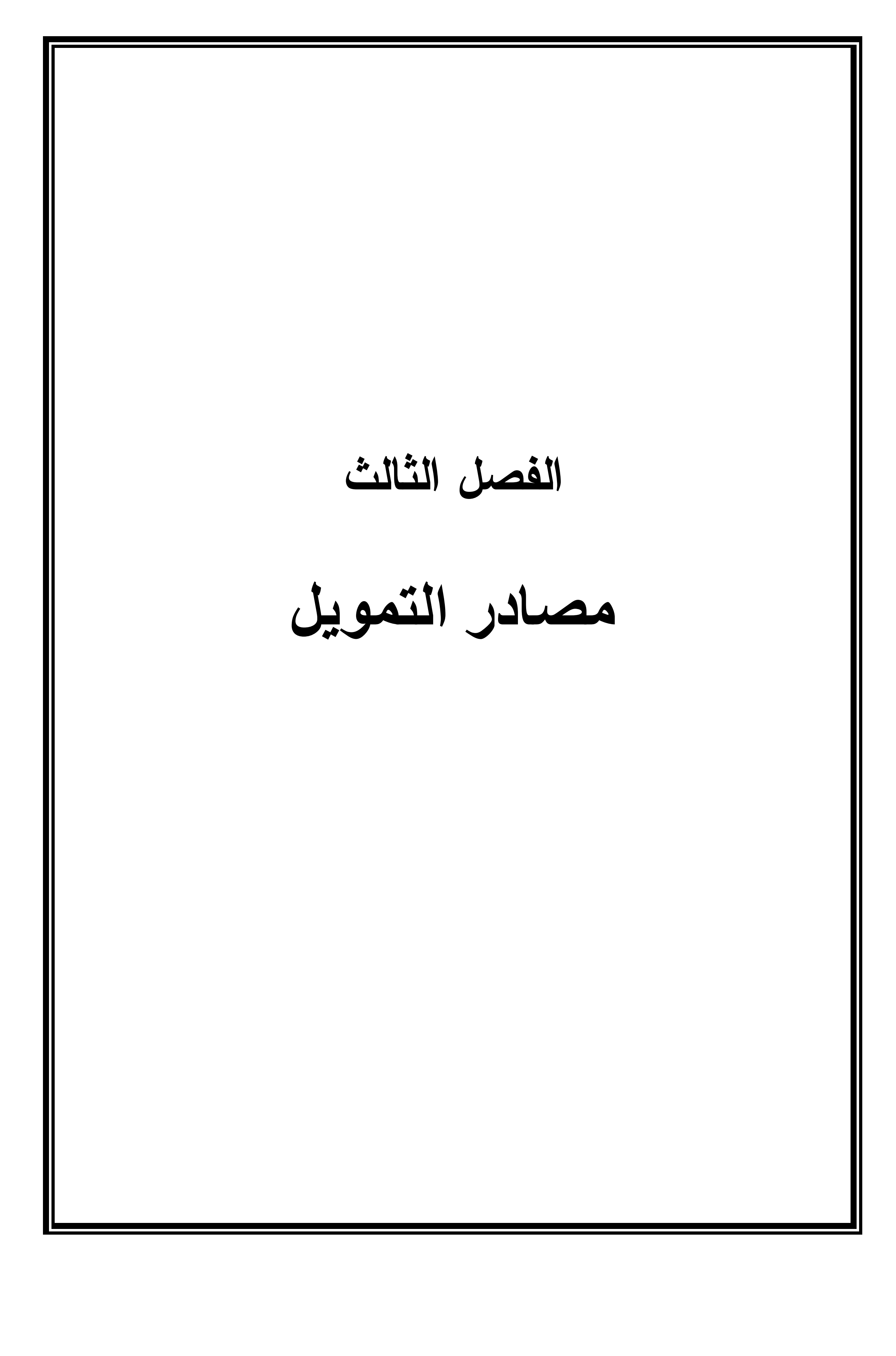
أ) 12% ب) 10% ج) 7% د) جميع ما ذكر خطأ

٥. اذا أودعت مبلغ 232 دينار في أحد البنوك، وبلغ رصيد حسابك في نهاية السنة الثانية 312.8 دينار، فكم يبلغ معدل الفائدة السنوي:

أ) 5% ب) 6% ج) 5.5% د) جميع ما ذكر خطأ

٦. استثمار يكلف 1500 دينار تدفع الآن، ويتوقع لهذا الاستثمار توليد عائد نقدي مقداره 200 دينار سنويا ولمدة طويلة وذلك ابتداء من العام القادم، وكان معدل الخصم 10%،

هل المشروع مجد اقتصاديا؟ ولماذا ؟



الفصل الثالث

مصادر التمويل

الفصل الثالث

مصادر التمويل

Financing Resources

يحتاج المشروع إلى تمويل لشراء المعدات والآلات، وتجهيز مكان العمل وشراء المواد الخام وتغطية المصروفات التشغيلية الأخرى، ويتميز العصر الحالي بتوافر العديد من مصادر التمويل التقليدية والمستحدثة، بدءاً بالمصادر الذاتية كرأس المال Capital والأرباح المحجوزة Retained Earnings، وانتهاءً بالمصادر الخارجية كالاقتراض البنكي Long Term Bank Loans، وإصدار السندات Bonds، مروراً بما يسمى بالأدوات الهجينة Hybrids.

وعملية ايجاد الأموال من الوظائف المهمة في مختلف المؤسسات والمشاريع؛ لما يترتب على عمليات التمويل اتخاذ القرارات المناسبة، وأهمها القرارات المتعلقة باختيار مصادر التمويل. فالقرارات المتعلقة بالتمويل، واختيار مصادر التمويل من القرارات المهمة والمعقدة، الأمر الذي يتطلب من المسؤول دراسته دراسة جيدة ومتأنية، بخاصة وأنه يترتب على اتخاذ قرار التمويل مجموعة من النتائج أهمها:

١. تحديد المركز المالي للمشروع Financial Position
٢. تحديد المركز الائتماني للمشروع Creditworthiness
٣. تحديد نتيجة أعمال المشروع Financial Result
٤. تحديد التزامات المشروع Liabilities
٥. تحديد الأنفاق الاستثماري (الرأسمالي) والأنفاق التشغيلي (العادي) للمشروع Expenditures Capital & Operating

ينبغي بداية التمييز بين مفهومي الهيكل المالي The Financial Structure وهيكل رأس المال The Capital Structure، فالهيكل المالي يشير إلى مصادر التمويل بأنواعها كافة (أموال ملكية واقتراض) وآجالها (طويلة وقصيرة الأجل)، بعبارة أخرى جانب الخصوم في الميزانية العمومية، يشير مفهوم هيكل رأس المال إلى مزيج مصادر التمويل طويل الأجل في الشركات المساهمة العامة، ويتم تصنيف مصادر التمويل طويل الأجل، عادة، إلى مصدرين أساسيين: أموال الملكية (Equity Financing)، وأموال الاقتراض (Debt Financing)، إذ يشمل المصدر الأول الأسهم العادية (Stocks Common)، والأرباح المحجوزة (Retained Earnings)، والاحتياطات القانونية (Reserves) إن وجدت. أما المصدر الثاني فيشمل القروض البنكية طويلة الأجل (Long Term Bank Loans)، وإصدارات سندات الدين (Corporate Bonds). وهناك أيضاً، الأدوات التمويلية الهجينة (Hybrids) التي تحمل بعض صفات المصدرين السابقين كالسندات والأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية بناء على رغبة حاملها (Convertibles).

كما يمكن تصنيف مصادر التمويل إلى مصادر داخلية كالأرباح المحجوزة والاحتياطيات، ومصادر خارجية. كالإصدارات الجديدة للأسهم والسندات والقروض البنكية على اختلاف أنواعها، ويمكن لهيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة أن يأخذ أحد الأنماط الثلاثة التالية،حسب مستوى تعقيده :

أولاً: هيكل رأس المال الأساسي (Basic Capital Structure) ويتكون من عناصر حقوق المساهمين العاديين فقط.

ثانياً: هيكل رأس المال البسيط (Simple Capital Structure) و يتكون من عناصر حقوق المساهمين بشكليها العادية والممتازة، وأشكال الاقتراض طويل الأجل كافة.

ثالثاً: هيكل رأس المال المعقد (Complex Capital Structure) ويتكون من جميع مصادر التمويل طويلة الأجل بأشكالها المختلفة بما فيها الأدوات المالية القابلة للتحويل.

أنواع مصادر التمويل حسب الزمن:

هناك العديد من التصنيفات التي تصنف على أساسها مصادر التمويل، وسوف نستعرض في هذا الباب المصادر التمويلية من حيث مدة استحقاقها. تشير العديد من أدبيات التمويــل إلــى أن المصـــادر التمويلية تقسم إلى ثلاثة أقسام من حيث مدة استحقاقها، وهى مصادر التمويل قصيرة الأجل ومتوســطة الأجل و طويلة الأجل.

أولاً: التمويل قصير الأجل Short Term Financing

يقصد بالتمويل قصير الأجل تلك الأموال التي تحصل عليها الشركة من الغير وتلتزم بسدادها في مدة لا تتجاوز عاما واحدا، ومن هذا المنطلق يمكن حصر هذه المصادر في ثلاث مجموعــات رئيســة، وهى الائتمان المصرفي، والائتمان التجاري، والمستحقات، وفيما يلي شرح تفصيلي لكل منها:

١. الائتمان التجاري Trade Credit

يحتل الائتمان التجاري المرتبة الأولى من حيث الأهمية في المزيج التمــويلي قصــير الأجــل، وتزداد أهمية هذا النوع من التمويل خاصة في الشركات الصغيرة والحديثة التكــوين؛ نظــراً لصــعوبة حصولها على قروض أو تسهيلات مصرفية، وينشأ هذا المصدر التمويلي عن سياسة الشــراء الآجــل التي تمكن المشتري من الحصول على البضائع من البائع مباشرة، مقابل وعد بسداد قيمتها فــي وقــت لاحق في المستقبل، ويتخذ هذا المصدر التمويلي شكلين رئيسيين إما على شكل حساب جاري دائن (ذمم دائنة) أو على شكل وعد مكتوب بكمبيالة أو سند أذني (أوراق دفع)، ويطلق بعضهم عليه التمويل الآلــي أو التلقائي، نظراً لارتباطه الوثيق بحجم نشاط الشركة إذ يزداد (ينخفض) تلقائياً بازدياد (انخفاض) حجم مشتريات المنشأة.

تكلفة الائتمان التجاري

تعتمد تكلفة هذا النوع من الائتمان على عدة عوامل، أهمها شروط التسديد للموردين من حيث الفترة الزمنية الممنوحة للتسديد، ومدى توافر أو عدم توافر الخصم النقدي، إذ يعتبر الائتمان التجاري في ظل عدم وجود خصم نقدي في حكم التمويل المجاني (Free Trade Credit). أما في حالة توافر الخصم النقدي يصبح للائتمان التجاري تكلفة على الشركة أن تأخذها بعين الاعتبار عند حصولها على مثل هذا النوع من الائتمان (Costly Trade Credit).

ولمعرفة كيفية قياس تكلفة هذا النوع من الائتمان، نفترض قيام إحدى الشركات بشراء بضاعة من أحد الموردين بمبلغ ١٠٠٠$ على أن يتم السداد خلال شهر من تاريخه، فإذا قامت الشركة بسداد المستحق عليها في نهاية المدة الممنوحة لها ففي هذه الحالة تكون تكلفة التمويل تساوي صفراً، وبالتالي لا يوجد تكلفة للائتمان التجاري، أما إذا تمت عملية الشراء بشروط (١٠/٥، صافي٣٠) (خصم نقدي مقداره ٥% إذا تم السداد خلال عشرة أيام أو سداد كامل المبلغ خلال ثلاثين يوماً) فهذا يضع الشركة أمام خيارين: الخيار الأول، الاستفادة من الخصم النقدي البالغ ٥٠$ وبالتالي تسديد مبلغ ٩٥٠$ في نهاية المدة الممنوحة للخصم، أما الخيار الثاني، فهو عدم الاستفادة من الخصم النقدي، وهذا يعني أن الشركة ستدفع مبلغاً إضافيا مقداره ٥٠$ عن مدة عشرين يوماً وهي الفترة الممتدة ما بين نهاية فترة الخصم ونهاية فترة منح الائتمان، ويمكن اعتبار تأخير دفع الثمن بمثابة قرض من البائع إلى المشتري بقيمة ٩٥٠$ مقابل فائدة قدرها ٥٠$، فلو دفع المشتري نقداً فسيدفع ٩٥٠$، وإذا دفع في نهاية مدة الائتمان فسيدفع ١٠٠٠$، وبالتالي فتكلفة الائتمان تساوي ٥٠$ عن أل ٢٠ يوماً، وهذا يعني إن التكلفة السنوية للائتمان التجاري (٩٥٠/٥٠) × (٣٦٠ ÷ ٢٠) = ٩٤.٧% ونستدل من ذلك على مدى ارتفاع تكلفة هذا النوع من الائتمان الأمر الذي يتطلب في بعض الأحيان الاقتراض من البنوك من أجل الاستفادة من الخصم النقدي كما سنرى بعد قليل، ويمكن احتساب التكلفة السنوية للائتمان التجاري حسب المعادلة التالية :

$$\frac{\text{معدل الخصم النقدي}}{\text{١- معدل الخصم}} \times \frac{٣٦٠}{\text{(فترة الائتمان – فترة الخصم)}}$$

ويجب الإشارة هنا إلى العلاقة بين تكلفة الائتمان التجاري والمدة ما بين آخر يوم في مدة الخصم وأخر يوم محدد لتسديد الائتمان، فكلما زادت هذه المدة انخفضت تكلفة الائتمان التجاري، وعليه ينبغي على الشركة أخذ ذلك بالاعتبار عند قيامها بالتعامل مع هذه الحالات. وفي كثير من الحالات يكون الائتمان التجاري أعلى كلفة من الائتمان المصرفي، وفي هذه الحالة ينبغي على الشركة الاقتراض من أجل السداد في فترة الخصم.

مثال:

اشترت شركة النيل للأثاث بضاعة بمبلغ ١٠٠٠٠ دينار من أحد الموردين بشروط

(٢/٢٠، صافي٩٠) فإذا كان معدل الفائدة السائد في السوق ٩%.

أيهما أرخص للشركة؟ الائتمان التجاري ؟ أم الائتمان المصرفي؟

الحل:

تكلفة الائتمان التجاري = $\frac{\%2}{\%00 - \%2} \times \frac{360}{90 - 20}$ = 10.5 %

تكلفة الائتمان المصرفي = ٩% أي أن تكلفة الائتمان المصرفي أقل.

فلو تم التسديد في موعد الخصم، فستدفع الشركة ١٠٠٠٠دينار – ٢٠٠دينار= ٩٨٠٠ دينار

أما لو اختارت الدفع بعد تاريخ الخصم فستدفع ١٠٠٠٠دينار

أي أن الائتمان التجاري كلف الشركة ٢٠٠ دينار ولمدة سبعين يوما.

البديل، قيام الشركة باقتراض ٩٨٠٠ دينار من البنك بسعر فائدة ٩% ولمدة سبعين يوما، هذا سيكلف الشركة ٩٨٠٠ × ٩% ×٧٠/٣٦٠ = ١٧١.٥. وبالتالي فإن الائتمان المصرفي أرخص من الائتمان التجاري، فالأفضل للشركة الاقتراض بمعدل فائدة ٩% وتسديد قيمة البضاعة في موعد الخصم، وبالتالي ستوفر ما مقداره ٢٠٠-١٧١.٥= ٢٨.٥ دينار

٢. الائتمان المصرفي Short- Term Bank Loans

يقصد بالائتمان المصرفي القروض أو التسهيلات المصرفية التي تحصل عليها الشركة من المصارف والمؤسسات المالية، ويحتل هذا النوع من الائتمان المرتبة الثانية بين مصادر التمويل التي تعتمد عليها المشروعات في تمويل عملياتها قصيرة الأجل بعد الائتمان التجاري، وذلك راجع للمزايا التي يوفرها هذا النوع من التمويل. فبالمقارنة بالائتمان التجاري يتميز هذا النوع من التمويل بالمرونة، ففي الوقت الذي يقتصر فيه شكل الائتمان التجاري على حصول العميل على البضاعة،يكون الائتمان المصرفي على صورة نقدية تمكن العميل (المقترض) من استخدام حصيلة القرض أو التسهيلات المصرفية الممنوحة في المجالات التي يريدها. ومن ناحية أخرى فإن إجراءات الحصول عليه سهلة وسريعة إذا ما قورنت بمصادر أخرى للتمويل مثل إصدار الأوراق المالية، وتلجأ المشاريع عادة إلى البنوك التجارية للحصول على قروض قصيرة الأجل لمواجهة احتياجاتها التمويلية الموسمية ورأس المال العامل (تمويل شراء البضائع واللوازم والحسابات المدينة الذي يترافق مع مواسم الزيادة في المبيعات)، ويتم تسديد هذه القروض خلال فترة زمنية أقل من سنة.

ويأخذ هذا النوع من القروض في البنوك المحلية العاملة في الأراضي الفلسطينية عدة أشكال:

١. التسهيلات الائتمانية المحدودة Line of Credit:

وهي عبارة عن ترتيبات ائتمانية غير رسمية ولا تمثل أي التزام قانوني بين البنك والعميل، يقوم البنك بموجبها بتقديم قروض قصيرة الأجل تصل قيمتها إلى حد معين، وخلال فترة زمنية معينة لا تتجاوز العام، ويتم تحديد السقف الأعلى لهذه التسهيلات بناء على عدة عوامل أهمها: المركز

المالي والأهلية الائتمانية للمقترض، الاحتياجات التمولية للمقترض، والأوضاع الاقتصادية والمالية والنقدية السائدة في البلد، ويتم بين الحين والآخر (خلال الفترة أو في نهايتها) مراجعة أوضاع المقترض المالية ويتم بناء عليها تجديد، أو رفض أو تقليص هذه التسهيلات، وفي بعض الحالات تطلب بعض البنوك أن يقوم المقترض بسداد قيمة القرض (cleanup) في أشهر معينة خلال العام وخاصة في نهاية الموسم للتأكد أن حاجة المقترض لهذه التسهيلات موسمية في طبيعتها، وليست لتمويل استثمارات طويلة الأجل، وقد تمتد المهلة الممنوحة للتسديد (Clean Up Period) من شهر إلى شهرين.

وبشكل عام يتخذ هذا الشكل من التمويل قيام البنك بفتح حساب جارٍ مدين لأحد عملائه المميزين والمعروفين لدى البنك ويسمح له بالسحب بحدود سقف معين، ويخصص المبلغ المسحوب في الغالب لتمويل رأس المال العامل.

وتحسب على هذا النوع من التسهيلات فائدة على المبلغ المسحوب، ويحصل البنك على عمولة مقابل الأعمال الإدارية التي يقوم بها، وفي كثير من الأحيان تدمج الفائدة والعمولة في رقم واحد، وتحدد الفائدة والعمولة في العادة بناء على العديد من العوامل، كالأسعار العالمية والأوضاع الاقتصادية وسياسة البنك ... الخ.

٢. التسهيلات الائتمانية المتجددة Revolving - Credit

تتصف التسهيلات الائتمانية المحدودة بعدم وجود التزام قانوني مكتوب بين الطرفين لكنّ التسهيلات الائتمانية المتجددة تمثل التزاماً قانونياً من البنك تجاه المقترض بتقديم قروض قصيرة الأجل تصل قيمتها إلى سقف معين متفق عليه مسبقاً ضمن اتفاقية القرض المبرمة.

وبموجب اتفاقية القرض يلتزم البنك قانونياً بتقديم القروض المتفق عليها في أي وقت تطلب الشركة ذلك طوال فترة سريان الاتفاقية، شريطة أن لا تتجاوز المبالغ المقترضة الحد الأقصى المتفق عليه. وفي المقابل يتوجب على الشركة المقترضة دفع فوائد وعمولة على المبالغ المسحوبة أو ما يسمى برسم التزام (Commitment Fee) على المبلغ غير المسحوب، ويعتبر هذا الرسم نوعاً من التعويض للبنك مقابل التزامه بتقديم الأموال إلى الشركة عند الطلب، أما الجزء المسحوب فتحسب عليه فائدة متفق عليها.

فإذا قامت الشركة مثلا بإبرام اتفاقية مع أحد البنوك بحد أقصى ١٠٠٠٠٠$ مقابل فائدة مقدارها ٩% سنويا ورسم ارتباط مقداره ٠.٥% فان الشركة تستطيع أن تطلب من المصرف إقراضها أل ١٠٠٠٠٠$ أو جزء منه في أي وقت تشاء من السنة ، ويكون البنك ملزماً قانوناً بالاستجابة لطلب الشركة ، الأمر الذي يعطي الشركة قدراً كبيراً من المرونة في توفير التمويل اللازم عند نشوء الحاجة إليه. فإذا قامت الشركة مثلا بسحب مبلغ ٤٠٠٠٠$ فإن على الشركة أن تدفع ٠.٥% سنوياً رسم ارتباط على ال ٦٠٠٠٠$ التي لم تسحب. ويجب أن نشير هنا إلى أن عقود واتفاقيات التسهيلات الائتمانية المتجددة قد تمتد من سنة واحدة إلى ٣ سنوات.

٣. القروض المصرفية قصيرة الأجل:

يقوم المقترض – في هذا النوع من القروض – بالتوقيع على عدد معين من الكمبيالات المحررة لأمر البنك مقابل الحصول على القرض، وتبين هذه الكمبيالات قيمة أقساط التسديد ومواعيدها وقد تصل مدة التسديد إلى ثلاث سنوات، ويحتفظ البنك بهذه الكمبيالات لمطالبة العميل عند استحقاق كل دفعة، وعادةً ما يقوم البنك باستيفاء الفائدة والعمولة مقدماً من أصل القرض.

مثال:

على فرض أن أحد الأشخاص اتفق مع أحد البنوك على اقتراض مبلغ ١٠٠٠٠$ يسدد بعد سنة بفائدة مقدارها ٩% وعمولة ٣%. يقوم البنك هنا بايداع مبلغ في حساب المقترض يعادل صافي المبلغ أي بعد خصم كل من الفائدة والعمولة مقدماً

١٠٠٠٠×٩%= ٩٠٠ مقدار الفائدة

١٠٠٠٠×٣%= ٣٠٠ مقدار العمولة

صافي قيمة القرض القابل للاستخدام ١٠٠٠٠–١٢٠٠ = ٨٨٠٠$

معدل الفائدة والعمولة الاسمي =١٢% ٩%+٣%

بينما معدل الفائدة الحقيقي (الفعال) = ١٢٠٠/٨٨٠٠= ١٣.٦% وليس ١٢%

ومعدل الفائدة الفعال (Effective Interest Rate) هو معدل الفائدة الحقيقي على القرض ويساوي:

مبلغ الفائدة الاسمي ÷ صافي مبلغ القرض القابل للاستخدام

ويقوم العميل بالتوقيع على عدد معين من الكمبيالات متفق عليها قيمتها ١٠٠٠٠$.

٤. خصم الكمبيالات التجارية المسحوبة على أحد التجار المعروفين لدى البنك.

بعض الاشخاص يتمتعون بحسن سمعتهم وقوة ملاءتهم المالية وفي هذه الحالة غالباً ما يحصل عليها العميل (الذي طلب خصمها) من خلال عملية تجارية تتمثل في بيع بضاعة على الحساب لذلك التاجر.

٥. طلب حساب مكشوف مؤقت:

يتم ذلك بعد قيام العميل الذي هو في العادة أحد عملاء البنك بإخبار البنك بعدم كفاية رصيده البنكي؛ لتغطية أحد الشيكات المسحوبة عليه، ليقوم البنك بتغطية الرصيد على أن يقوم العميل بسداد هذا الفرق لاحقاً، وخلال أيام مقابل فائدة معينة تحسب يومياً، وهذا النوع من التسهيلات لا يتم توثيقه بعقد.

تكلفة الائتمان المصرفي

تتأثر تكلفة الائتمان المصرفي بالعديد من العوامل، فتختلف هذه التكلفة باختلاف العميل (مركزه المالي والائتماني)، وحجم القرض ومدته، والوضع الاقتصادي السائد، ومعدلات الفائدة السائدة في السوق ...الخ. ولذلك ففي معظم الحالات فان معدل الفائدة الاسمي وشروط السداد يتحدد عن طريق المساومة بين العميل والمؤسسة البنكية، اذا لم تحدد مسبقاً من قبل البنك المركزي. ولحساب تكلفة هذا النوع من الائتمان يجب أخذ العوامل التالية بعين الاعتبار:

- معدل الضريبة Tax Rate.
- موعد دفع الفائدة Time of Paying Interest.
- وجود شرط الاحتفاظ برصيد معوض Compensating Balance.
- طريقة السداد بدفعة واحدة أو على أقساط.Method of Payments
- معدل الفائدة على القرض.Interest Rate
- مدة القرض.Loan Period

إن تكلفة الاقتراض تتمثل بمبلغ أو معدل الفائدة الذي يجب على المقترض دفعه للبنك بتاريخ الاستحقاق، وفي العادة تحسب في البنوك على أساس سنوي، وتكون على شكل نسبة مئوية من قيمة المبلغ المقترض، وفوائد الاقتراض تعتبر مصروفاً خاضعاً للضريبة وبالتالي يؤدي استحقاقها إلى تخفيض الربح الخاضع للضريبة أو ما يسمى بالوعاء الضريبي، وبالتالي تخفيض الضريبة المدفوعة، وعليه تتأثر تكلفة الاقتراض بمعدل الضريبة السائد، إذ تؤدي الضريبة إلى تخفيض تكلفة الاقتراض. فعلى سبيل المثال لو اقترضت إحدى المنشآت قرضاً لمدة عام واحد بمعدل فائدة ١٢%، وكان معدل الضريبة السائد ٣٨.٥% فإن:

تكلفة الاقتراض الحقيقية = معدل الفائدة السنوي (١- معدل الضريبة)

وعليه فان تكلفة الاقتراض الحقيقية = ١٢% (١-٣٨.٥%) = ٧.٣٨%.

ومن جهة أخرى قد تشترط مؤسسات الإقراض والبنوك التجارية في العديد من الحالات خصم فائدة القرض مقدماً (Discount Interest Loans) وهذا من شانه رفع تكلفة الائتمان المصرفي، لأن ما يحصل عليه المقترض فعلا أقل من قيمة القرض الأصلية. فإذا قامت إحدى الشركات بالحصول على قرض لمدة عام بقيمة ٥٠٠٠ دينار، وبمعدل فائدة ٩% تخصم مقدما، فان مبلغ الفائدة المستحقة على القرض ٥٠٠٠× ٩% = ٤٥٠ وأن ما سيحصل عليه المقترض في هذه الحالة هو ٥٠٠٠ - (٥٠٠٠ × ٩%) = ٤٥٥٠ ديناراً. وبالتالي فان الفائدة الفعلية في هذه الحالة تساوي:

مبلغ الفائدة المستحقة على القرض ÷ صافي قيمة القرض القابلة للاستخدام

٤٥٠ ÷ ٤٥٥٠ = ٩.٨% تقريبا. وتكلفة الائتمان بعد الضريبة = ٩.٨% × (١-٣٨.٥%) = ٦% تقريباً.

تشترط البنوك في بعض الأحيان وجوب احتفاظ المقترض بمبلغ معين من القيمة الاسمية للقرض طوال فترة القرض، ويدعى هذا الشرط بشرط الرصيد المعوض، وتتروواح نسبته ما بين ١٠%-٢٠% من قيمة القرض، ولا يتقاضى المقترض أي فوائد على هذا الرصيد، بل على العكس، فان وجود هذا الشرط في عقد الاقتراض من شأنه زيادة معدل الفائدة الفعال على القرض. وفي حالات أخرى قد يجمع البنك بين الشرطين (Discount Interest with Compensating Balance).

مثال:

قامت إحدى الشركات بالحصول على قرض بمبلغ ١٠٠٠٠$ ولمدة عام بفائدة سنوية ١٠% تخصم مقدما، وبشرط احتفاظ الشركة برصيد معوض نسبته ٥%. أوجد معدل الفائدة الفعال (بفرض عدم وجود ضريبة):

الحل:

$$\text{معدل الفائدة الفعال} = \frac{1000}{10000 - 1000 - 500} = 11.8\ \%$$

ومن الجدير ذكره أن بعض بنوك ومؤسسات الاقراض تلجأ – أحيانا – إلى وضع شروط على الاقتراض المصرفي تجعل هذا النوع من التمويل أكثر صعوبة وتكلفة، وخاصة للشركات حديثة العهد، أو تلك التي تتمتع بمركز مالي وائتماني ضعيف ومن هذه الشروط تقديم ضمانات (Secured Loans) للحصول على القرض. وتأخذ هذه الضمانات عدة أشكال:

أ. القروض المكفولة بضمانات عينية كرهن الممتلكات المختلفة كالسيارات والعقارات و المباني والأراضي المُطَوَّبة (أي المسجلة لدى دائرة تسجيل الأراضي)، والأوراق المالية (أسهم وسندات)، والأوراق التجارية كالكمبيالات، والبضائع والذمم المدينة .. الخ. وغالبا ما تكون قيمة هذه الأصول المرهونة تفوق قيمة القرض.

ب. القروض المكفولة بضمانات شخصية كأن تطلب توقيع طرف ثالث ككفيل وضامن للقرض في حال عجز المدين عن الوفاء بقيمة القرض بتاريخ الاستحقاق.

وفي هذا السياق يجب الإشارة إلى أن تقديم الضمانات بشكل عام تؤدي إلى إمكانية حصول المقترض على قروض أكبر، بالإضافة إلى أن هذه الضمانات من شأنها في بعض الحالات تخفيض معدل الفائدة على القرض.

٣. المصاريف المستحقة (Accruals):

تعتبر المصاريف المستحقة غير المدفوعة من أبرز مصادر التمويل قصير الأجل، وتشتمل هذه المجموعة على كافة المصاريف التي استحقت على المنشأة ولم تدفعها بعد كالضرائب المختلفة،

والأجور المستحقة، وتوزيعات الأرباح التي تم الإعلان عنها ولم تدفع بعد وفوائد القروض غير المدفوعة وغيرها من المصاريف التشغيلية المستحقة، وتنشأ هذه المستحقات إما بسبب تأخر الشركة عن تسديدها، أو نظراً لطبيعة إجراءات تسديدها؛ لكون إجراءات الدفع تتطلب تأخيرها كالضرائب المختلفة والأجور ...الخ.

ويتشابه هذا المصدر مع الائتمان التجاري وما ينشأ عنه من حسابات الذمم الدائنة وأوراق الدفع إذ أن حجمه يزداد آليا مع ازدياد حجم نشاط ومبيعات الشركة، ولعل أهم ما يميز هذا المصدر التمويلي هو أنه عديم التكلفة غالباً (Costless Financing)، وبالتالي قد يكون من مصلحة إدارة الشركة إطالة فترة الدفع لهذه الحسابات المستحقة لأنه كلما طالت فترد تسديد هذه المستحقات زاد حجم المصدر التمويلي عديم التكلفة، إلا أن على إدارة الشركة كذلك عدم المغالاة في إطالة هذه الفترة أكثر من اللازم كتأخير دفع رواتب وأجور العاملين مثلا، لأن ذلك يترتب عليه التأثير سلبا على مصداقية الشركة (Creditworthiness) من قبل العاملين فيها أو غيرهم.

ثانياً: التمويل متوسط الأجل Intermediate Financing

في الوقت الذي تتسم فيه مصادر التمويل قصير الأجل بكونها تستحق السداد خلال فترة لا تتجاوز العام، وتستخدم في تمويل رأس المال العامل والاحتياجات المالية الموسمية وقصيرة الأجل. نجد أن مصادر التمويل متوسط الأجل تستخدم لتمويل الجزء الدائم من استثمارات الشركة المتداولة ولتمويل الإضافات على أصولها طويلة الأجل، وتتصف هذه المصادر بكونها تستحق السداد خلال فترة تزيد عن السنة وتقل عن عشر سنوات.

وبشكل عام تشتمل مصادر التمويل متوسط الأجل على مصدرين رئيسين هما القروض المصرفية المسماه قروض المدة Term Loans، والاستئجار Leasing، علما أن العديد من مؤلفات التمويل تتناول المصادر السابقة بشكل مستقل وليس تحت عنوان التمويل متوسط الأجل (وربما افضل من تناول هذه القضية بالدرس والتحليل:Ross et all, 1993, Weston et all 1997, Brigham 1995

١. القروض المصرفية متوسطة وطويلة الأجل:

هي عبارة عن قروض يلتزم المقترض بسدادها (الفائدة وأصل القرض) لمدة تزيد عن العام، فقد تتروح هذه المدة ما بين سنة وعشرة سنوات (متوسطة الأجل)، وقد تزيد عن عشر سنوات (طويل الأجل) ويتم سدادها في الغالب على أقساط دورية متساوية قد تكون ربع سنوية أو نصف سنوية أو سنوية حسب الاتفاق، ويكون التسديد لهذه القروض بحسب جداول خاصة تعدها البنوك لهذا الغرض، وتعد هذه الجداول بالاعتماد على قيمة القرض ومدة استحقاقه، ومعدل الفائدة، وعدد الدفعات، وذلك بالاعتماد على مفهوم القيمة الحالية للنقود. وتشكل عملية الإطفاء التدريجية هذه (Amortization) أحد المعالم الرئيسية لهذا النوع من التمويل.

ويمثل كل قسط مزيج بنسب مختلفة من كل من الفوائد والمبلغ المسدد من أصل الدين، وبما أن رصيد القرض يتناقص مع مرور الزمن نجد أن الفائدة تمثل الحصة الكبرى من قيمة الدفعة الأولى، وتتناقص بالتدريج مع تناقص رصيد القرض، في حين أن حصة أصل القرض في الدفعة يكون صغيراً، لكنه يتزايد بالتدريج خلال فترة القرض، ويتم إيجاد قيمة الدفعة السنوية اعتمادا على مفهوم القيمة الحالية، الذي يشير إلى أن قيمة الأصل المالي وهو القرض في هذه الحالة تتكون من مجموع القيمة الحالية للمنافع المتولدة منه مخصومة بمعدل خصم (فائدة). وبعد ايجاد حجم الدفعة يمكن إعداد ما يسمى بجدول استهلاك القرض كما هو موضح في المثال التالي:

مثال:

إذا حصلت على قرض بقيمة ٥٠٠٠٠ دينار بمعدل فائدة ١٠% سنوياً على أن يسدد على ثلاث أقساط سنوية، يستحق القسط الأول بعد مرور عام، أوجد قيمة القسط السنوي؟ مع توضيح جدول الاستهلاك

يتم استخدام المعادلة التالية لايجاد قيمة القسط الثابت

القيمة الحالية للقرض = $\frac{س}{ع}\left[\frac{1-1}{(1+ع)}\right]$

جدول استهلاك القرض

السنة	رصيد ١/١	الدفعة السنوية	الفائدة	السداد من أصل القرض	رصيد نهاية السنة
٠	٥٠٠٠٠	٢٠١٠٥	٥٠٠٠	١٥١٠٥	٣٤٨٩٥
١	٣٤٨٩٥	٢٠١٠٥	٣٤٩٠	١٦٦١٥	١٨٢٨٠
٢	١٨٢٨٠	٢٠١٠٥	١٨٢٨	١٨٢٧٧	٣

وتمنح هذه القروض بشكل رئيسي لغايات تمويل المصروفات الرأسمالية كشراء الآلات والمعدات والمباني ..الخ.

وبشكل عام تقوم البنوك التجارية والمتخصصة ومؤسسات التمويل المتخصصة بمنح هذا النوع من القروض كبنوك التنمية الصناعية أو الزراعية أو العقارية أو تنمية المدن والقرى، وفي العادة تكون الفوائد على هذا النوع من القروض مرتفعة بالمقارنة مع القروض قصيرة الأجل، ويتحدد معدل الفائدة على هذه القروض بعد الأخذ بعين الاعتبار عدة عوامل كحجم القرض، ومدته، والمركز المالي والائتماني للمقترض، ومستوى أسعار الفائدة في السوق العالمي والمحلي.

ويمتاز هذا النوع من الاقتراض بالسرعة والمرونة من حيث شروط التعاقد ومواعيد السداد، وانخفاض تكاليف الإصدار وذلك بالمقارنة مع التمويل من خلال إصدار سندات الذي يتطلب موافقة السلطات النقدية بداية، وارتفاع تكاليف الإصدار وانعدام المرونة.

وتكون الفائدة على هذا النوع من القروض ثابتة خلال فترة القــرض Fixed، إلا أنـــه وفـــي السنوات الأخيرة ونتيجة للذبذبات الحاصلة على أسعار الفائدة على الصعيدين المحلي والعالمي لجأت البنوك في معظم الدول إلى جعــل الفائــدة علـــى هـــذا النوع مـــن القـــروض عائمـــة (متغيـــرة) (Floating Interest Rate)، كأن تكون مربوطة مثلا ببعض المؤشرات كمعدل التضخم أو بســـعر الفائدة على القروض قصيرة الأجل، كما هو حاصل في بعض الدول كبريطانيا، إذ تكون الفائدة على القروض متوسطة أو طويلة الأجل مربوطة بمعدل الفائدة المعروض من قبل البنوك في لندن علـــى القروض قصيرة الأجل أو ما يســـمى بمؤشـــر (London Inter Bank Offered Rate (Libor. وتشير الدراسات الميدانية الحديثة إلى أن ٦٠% من الفوائد على القروض متوسطة الأجل التي قدمتها البنوك في العام ١٩٩٥ في الولايات المتحدة كانت متغيرة بالمقارنة إلى كون هـــذه النســـبة مقاربـــة للصفر في العام ١٩٧٠.

وعلى الرغم من المزايا التي يحققها هذا النوع من القروض إلا أنه لا يخلو مـــن الصـــعوبات والعيوب، إذ تلجا البنوك في الكثير من الأحيان إلى وضع قيود وشروط في عقود هـــذه القـــروض، تجعل من هذه القروض أكثر صعوبة وكلفة، كأن يفرض البنك على الشركة مثلا الالتـــزام بحـــدود معينة لمستوى رأس المال العامل، أو الحفاظ على نسب سيولة معينة، أو الالتزام بعدم توزيع أربـــاح على المساهمين خلال فترة القرض، أو وضع قيود على حرية إدارة الشركة فـــي اتخـــاذ قـــرارات تمويلية أو استثمارية خلال مدة القرض كمنع الشركة من التوسع الاستثماري، أو منعها من الاقتراض أو الاستئجار خلال فترة القرض، وفي معظم الأحيان يتضمن عقد القرض ما يسمى ببنود التخلف عن الدفع التي تعطي البنك حق المطالبة بالتسديد الفوري للقرض في حال خالفت الشركة شروط القرض.

ومن أبرز أشكال التمويل متوسط الأجل في البنوك المحلية ما يسمى بـــالقرض ذو الرصـــيد المتناقص Declining -balance loans الذي يمنح لغايات معينة ، وخاصة لتمويل المصـــروفات الرأسمالية كشراء الماكينات والمعدات وبناء المباني.

بعض الأمور والمفاهيم الواجب معرفتها قبل الاقتراض

هناك العديد من المفاهيم والأمور الواجب التدقيق بها والتأكد منها قبل توقيع اتفاقيـــة أو عقـــد الاقتراض مثل فترة السماح، ومواعيد دفع الأقساط، ورسوم الخدمة.

١. فترة السماح

فترة السماح تعني الفترة ما بين منح القرض لصاحب المشروع، وبدء استرجاع أول دفعة من القرض، وهي الفترة التي يحتاجها المشروع لبدء الإنتاج وبدء التدفق النقدي الداخل له.

ففي المشاريع الكبيرة تكون الفترة طويلة نسبياً، لأن تنفيذ المشروع يحتاج إلى فترة من الزمن لشراء الأرض و تسويتها وبناء المشروع عليها، تجربة التشغيل، والتشغيل الفعلـــي بالإضـــافة إلـــى

التسويق وغيرها من الأمور، وفترة السماح تختلف من مؤسسة إلى أخرى، ومن مشروع إلى آخر، فبعض المشاريع تأخذ وقتاً أطول لتصبح معتمدة على نفسها، وبالتالي تحتاج إلى فترات أطول للسداد بالمقارنة بغيرها، وهنا يجب أن تكون دراسة الجدوى الاقتصادية هي المرشد لنا، لذا يجب تحديد فترة السماح بدقة قبل التوقيع على اتفاقية القرض، فقد تكون فترة السماح لا تتناسب وطبيعة المشروع، وبالتالي تدخل المؤسسة القارضة مع المقترض في متاهات وإشكاليات تكون المؤسسة في غنى عنها، وقد يترتب على ذلك زيادة تكاليف القرض بسبب عجز المؤسسة عن سداد الأقساط.

فإذا لم يتوفر اليقين بشأن فترة السماح التي يحتاج إليها، فمن الأفضل تحديد فترة قصيرة نسبياً، وتعديلها بعد ذلك، إذا ما استدعى ذلك.

٢. مواعيد دفع الأقساط

بخصوص مواعيد دفع الأقساط وفترة السداد ينبغي:

أ. أن تكون فترات سداد الأقساط للمشاريع الإنتاجية متناسبة مع طبيعة المشروع والتدفقات النقدية له، وتعتبر مرة أخرى دراسة الجدوى أفضل دليل لمعرفة مدة تسديد القرض.

ب. أما بالنسبة للمشاريع التي لا تحتاج إلى فترة لبدء الإنتاج، فمن الأفضل هنا كذلك أن تكون فترات السداد قصيرة ومبرمجة، حتى لا يترتب على تأخر المقترض عن سداد القسط ارتفاع التكاليف.

٣. رسوم الخدمة

تتقاضى مؤسسات التمويل (مؤسسات إقراض وبنوك) ما يسمى برسوم الخدمة، وتتكون رسوم الخدمة من سعر الفائدة + العمولة.

أ. معدل الفائدة Interest Rate

تحدد البنوك ومؤسسات الإقراض معدل الفائدة على القروض بحسب تقديرها للأهلية الائتمانية للمقترض، وأهمية العلاقة بين البنك والمقترض حالياً ومستقبلاً.

ويتكون معدل الفائدة الاسمي K بشكل رئيسي من المكونات التالية:

١. معدل الفائدة على استثمارات خالية من الخطر عندما يكون مستوى التضخم صفراً، ويرمز لها بالرمز Rf/Risk Free.
٢. علاوة التضخم Inflation Premium / IP
٣. علاوة مخاطر التخلف عن ايفاء الدفع Default Premium / DP
٤. علاوة السيولة Liquidity Premium /LP
٥. علاوة مخاطر تاريخ الاستحقاق Maturity Premium /MP

إذن : $K=RF+IP+DP+LP+MP$

ويطلق على مجموع *K و IP معدل العائد الخالي من المخاطر RF، أي أن:**K = Rf + R**، ويتم احتساب الفائدة بشكل عام على أساس سنوي، فإذا تبين أن سعر الفائدة المطلوب علـــى قـــرض معين ٩% فهذا يعني أن البنك سيتقاضى فائدة مقدارها ٩% سنويا على رصيد القرض. وبالتالي فان الفائدة السنوية المستحقة على القرض = رصيد القرض في بداية العام × معدل الفائدة الأسمى.

٢. الاستئجار Leasing

كانت الوسيلة السائدة للحصول على خدمات الأصل حتى منتصف القرن الماضـــي بواســـطة شراء وامتلاك ذلك الأصل، ومنذ بداية الخمسينيات بدأ الوضع يتغير، إذ أخذت البيئة التمويلية تشهد ظهور أداة جديدة من أدوات التمويل ألا وهي التمويل بالاستئجار.

وكما هو معرف أن الاستئجار قبل هذه الفترة لم يكن معدوماً لكنه كان مقتصراً على استئجار العقارات من أراضٍ ومبانٍ، وقد شهدت هذه الصناعة في العشرين سنة الماضية نمواً وازدهاراً وخاصة في الدول الصناعية وعلى رأسها أوروبا الغربية والولايات المتحدة. وهذا ما أكدته إحدى أحدث الدراسات الميدانية التي أشارت إلى أن ٢٥% من الأصول الرأسمالية التي حصلت عليها الشركات في العام ١٩٩٢ في الولايات المتحدة كانت من خلال الاستئجار (انظر: Brigham,199). ومن أبرز الشركات النشيطة في هذا الحقل شركة GATX والتي تعتبر من أكبر شركات تأجير القاطرات والسيارات، وشركة IBM وهي من كبريات شركات تأجير أجهزة الحاسوب، وشركة Xerox المتخصصة بتأجير أجهزة التصوير.

لم تقتصر صناعة التأجير على الشركات السابقة ومثيلاتها، إذ بدأت البنوك وشركات التـــأمين تتخصص في تأجير أصناف لا حصر لها (كما ونوعا) من الأصول الانتاجية والخدماتيـــة، وترجـــع أسباب نجاحها في ذلك إلى قدرتها على شراء الأجهزة والمعدات بكميات كبيرة، وبأسعار منخفضـــة، وما رافق ذلك من توفير خدمات صيانة مميزة لهذه الأجهزة.

مفهوم الاستئجار

التأجير هو اتفاقية قانونية يحصل بموجبها المستأجر (Lessee) علـــى حـــق اســـتخدام أحـــد الأصول الثابتة لمدة معينة، مقابل دفع مبالغ محددة، وبمواعيد محددة متفق عليها لمالك هذا الأصل أو المؤجر (Lessor).

“Legal agreement whereby the lessee uses real or personal property of the lessor for rental charges”.

وعليه فإن عقد الاستئجار يشمل وجود طرفين – المستأجر والمؤجر – وتمنح بمقتضاه الشركة المستأجرة إمكانية الحصول على الخدمات الاقتصادية للأصل دون تملكه، ويكون ذلك لفترة زمنيـــة

محددة مقابل أقساط ايجار ثابتة، يتم دفعها دورياً حسب الاتفاق، وفي الغالب يتضمن عقد الاستئجار عدة بنود (شروط) اساسية، وأهمها:

- الفترة الزمنية للعقد.
- أقساط الإيجار الدورية وتواريخ دفعها.
- إمكانية تجديد العقد أو عدم تجديده في نهاية مدة العقد.
- إمكانية إلغاء العقد خلال مدة الاستئجار الأصلية.
- الجهة التي تتحمل تكاليف تنفيذ عمليات الصيانة.
- أي خيارات أو شروط أخرى تتعلق بالعملية

أنماط الاستئجار

يتخذ الاستئجار عدة أشكال أبرزها الاستئجار التشغيلي، والبيع ثم الاستئجار، والاستئجار التمويلي (الرأسمالي)، وأخيراً الاستئجار الرفعي:

١. الاستئجار التشغيلي (Operating Leasing)

وهو من أبرز أشكال التمويل بالاستئجار وأكثرها شيوعاً وانتشاراً، ويطلق عليه احيانا استئجار الخدمة، ويعتبر تأجير السيارات، وأجهزة الحاسوب، والشاحنات من أكثر الأمثلة على على هذا النوع من الاستئجار. ومن أبرز سماته أنه يقوم على أساس تأجير الأصل لمدة قصيرة لا تغطي بالكامل العمر الزمني له Not Fully Amortized، بالإضافة إلى إمكانية إلغائه قبل نهاية مدة الإيجار Cancellation Option، وعليه نجد أن مجموع أقساط الايجار لا تغطي تكلفة الأصل بالكامل، الأمر الذي يدفع المؤجر إلى إعادة تأجيره أو بيعه، إلى شركات أخرى عند إلغاء عقد الإيجار من طرف المستأجر، بعد إشعار المؤجر بذلك. وهذه الامور من أبرز مزايا هذا النوع من الاستئجار بالنسبة للمستأجر، وخاصة في حالة الأجهزة التي تتصف بحدوث تطورات تكنولوجية متسارعة عليها، إذ يستطيع المستأجر التخلص من الأصل القديم في حالة ظهور أصل آخر أكثر تطوراً وكفاءة.

وغالباً ما ينص عقد الاستئجار على قيام المؤجر (المالك) بتنفيذ عمليات الصيانة خلال الفترة المتفق عليها، وفي الغالب تكون تكلفة الصيانة محسوبة ضمن قسط الإيجار.

٢. البيع ثم إعادة الاستئجار Sale & Leaseback

يقوم هذا النوع من التأجير على قيام الشركة مالكة الأصل ببيعه نقدا لمؤسسة مالية التي غالبا ما تكون بنك أو شركة تأمين أو شركة تأجير متخصصة، ثم تقوم الشركة البائعة للأصل (ومن خلال عقد يحرر لذلك) بإعادة استئجاره من تلك المؤسسة مقابل أقساط دورية متفق عليها بالعقد. وما يميز هذا النوع من التأجير، هو أن مدة العقد تغطي في الغالب العمر الافتراضي للأصل، ولا يجوز (طبقا

للعقد) للشركة المستأجرة إلغاء العقد قبل نهاية مدته الأصلية، وهي كما أشير سابقاً تكـون مسـاوية لعمر الأصل الإنتاجي، وبناء عليه يكون من حق الشركة المؤجرة للأصل استعادة الأصل في نهايـة مدة الإيجار وإعادة تأجيره لأي جهة كانت. وفي الغالب لا يتضمن عقد الاستئجار حصول المستأجر على خدمات صيانة، وخلال فترة التأجير تكون الشركة المؤجرة ومن خلال أقساط الايجار التي تكون قد حصلت عليها قد استردت تكلفة شراء الأصل بالإضافة إلى عائد مناسب ، ويجب الإشارة هنا الى أن قسط الايجار السنوي يتم تحديده بنفس الطريقة التي يتم بها تحديد أقساط القروض البنكية.

والسؤال المطروح هنا هو، ما هو جدوى هذا النوع من الاستئجار وخاصة بالنسبة للمستأجر؟

أهم ميزات هذا النوع من الايجار بالنسبة للمستأجر هو أن الشركة البائعة (المستأجرة) تكـون قد حصلت على تدفقات نقدية، هي ثمن بيع الأصل، وبخاصة إذا كانت هذه الشركة تعاني من مشاكل في السيولة، فهذا النوع من الاستئجار يمكنها من حل هذه المشكلة، وإذا كانت لا تعـاني مـن ذلـك فيمكنها الاستفادة من هذه المتحصلات النقدية في تمويل استثماراتها المختلفة.

وهذا ما حصل بالفعل عندما قامت بلدية اوكلاند بولاية كاليفورنيا الأمريكية في العـام ١٩٨٥ بيع حوالي ٢٣ مبنى تابع للبلدية إلى إحدى المؤسسات المالية ثم قامت بإعادة استئجارها، وذلك للوفاء بالتزامات على البلدية ناجمة عن استحقاق التزامات التقاعد للموظفين تبلغ قيمتها ١٥٠ مليون دولار (انظر: Ross et al,1993).

ومن جهة أخرى يمنح هذا النوع من التأجير الشركة المستأجرة إمكانيـة التمتـع بوفـورات ضريبية وخاصة إذا كان الأمر يتعلق بالعقارات (المباني والأراضي)، ففـي حالـة امـتلاك أحـد العقارات، والمكون من مبنى، وقطعة أرض لا تستطيع الشركة المالكة إلا خصم مصروف استهلاك المباني فقط من ايرادات الفترة لغايات احتساب الربح الضريبي، لكـون الأراضـي لا تسـتهلك لا محاسبياً ولا ضريبياً، أما إذا باعت الشركة العقار، وقامت بإعادة استئجاره، فإنها في هـذه الحالـة ستقوم بخصم مصروف استئجار المبنى والأرض، والذي يفوق في جميع الحالات مصروف استهلاك المباني، وبشكل عام يكون قسط الايجار السنوي أكبر من قسط الاستهلاك السنوي لجميـع الأصـول بغض النظر عن كونها قابلة للاستهلاك أم لا.

مثال:

تمتلك إحدى الشركات أحد الأصول وقد باعته إلى شركة تأجير بمبلغ ١٢٠٠٠ دينـار ويبلـغ عمره الافتراضي المتبقي ١٠ سنوات، وأعادت الشركة استئجاره بمبلغ ١٥٠٠ دينار سنوياً، أحسـب الوفر الضريبي الناجم عن استئجار الأصل بدل امتلاكه على فرض أن معدل الضريبة ٣٨.٥%؟

الحل:

قيمة مصروف الاستهلاك السنوي في حالة الامتلاك = ١٢٠٠٠÷١٠ = ١٢٠٠ سنوياً

قيمة مصروف الاستئجار في حالة الاستئجار = ١٥٠٠

مقدار الوفر الضريبي = معدل الضريبة (مصروف الإيجار – مصروف الاستهلاك)

وعليه الوفر الضريبي = ٠.٣٨٥ (١٥٠٠ – ١٢٠٠)

= ١١٥.٥ دينار سنوياً

إن نظرة متمعنة لهذه الأنماط من الاستئجار تبين أن هذه العملية تشبه تماما عملية اقتراض الشركة البائعة لمبلغ من المال يعادل تماماً قيمة المتحصلات من عملية بيع الأصل لمدة معينة هي مدة الاستئجار مقابل تسديد هذا القرض على أقساط تتمثل بالفعل بأقساط الايجار السنوية.

٣. الاستئجار المالي (الرأسمالي) Financial, or Capital Leasing

يقوم هذا النوع من التمويل على قيام الشركة المستأجرة بالاتفاق مع الشركة المنتجة أو البائعة للأصل على نوعية الأصل والسعر وشروط التسليم، ثم تقوم بعد ذلك بالاتفاق مع أحد البنوك أو المؤسسات المالية على شراء هذا الأصل من المنتج، على أن تقوم بعد ذلك باستئجاره من البنك أو هذه المؤسسة المالية من خلال إبرام عقد استئجار أهم ما يميزه ما يلي:

أ. لا يشمل خدمات الصيانة، ويتحمل المستأجر بالإضافة لذلك أي تكاليف تتعلق بحيازة الأصل كالتأمين.

ب. لا يجوز إلغاء العقد قبل نهاية مدة العقد الأصلية وتكون في الغالب مساوية للعمر الإنتاجي لهذا الأصل.

ج. يلتزم المستأجر بدفع أقساط سنوية للمؤجر تساوي في مجموعها قيمة الأصل بالإضافة لعائد على الاستثمار يتفق عليه.

د. في أغلب الحالات يتضمن العقد إمكانية تجديد عقد الايجار في نهاية مدة العقد الأصلي بأقساط ايجار مخفضة، أو إمكانية بيعه للمستأجر بسعر معين يتفق عليه.

ويعتبر هذا النوع من الاستئجار أحد مصادر التمويل، فإبرام المستأجر عقد استئجار من هذا النوع هو بمثابة حصوله على قرض بنكي، لأن البديل هو الاقتراض من البنك وشراء الأصل.

٤. الاستئجار الرفعي Leveraged Leasing

إن الأشكال السابقة للاستئجار تتكون من طرفين فقط، بينما نجد أن هذا النوع من الاستئجار يتكون من ثلاثة أطراف هما المستأجر والمؤجر والمقرض. والفرق الرئيسي بين هذا النمط من التأجير والأنواع السابقة هو أن الأصل هنا يتم تمويله بجزء من أموال المؤجر والباقي (٤٠–٥٠%) يقوم المؤجر بتوفيره من الاقتراض من طرف ثالث هو أحد البنوك، الذي يتقاضى الفوائد وأقساط القرض من المؤجر وليس المستأجر. ولمزيد من الضمان يوقع كل من المؤجر بصفته مقترضا، والمستأجر بصفته ضامنا على عقد الاقتراض، وبناء على ذلك نجد أن المقرض يحمي نفسه من خلال طريقتين:

- فاللمقترض الحق القانوني للمطالبة على الأصل.
- في حالة إفلاس المقترض (المؤجر) فان دفعات الايجار يتم دفعها من قبل المستأجر مباشرةً إلى المقرض.

وهنا تجدر الإشارة إلى أن الأصل المستأجر طبقا للاستئجار التشغيلي، (كونه شكلاً تمويلياً شبيهاً بالاقتراض) لا تعتبر الأصول المستأجرة من ممتلكات وأصول المشروع طوال فترة الاستئجار، وبالتالي لا تظهر ضمن الأصول في الميزانية العمومية للشركة المستأجرة وفي قوائمها المالية المنشورة. وبسبب عدم إمكانية رصدها بسهولة، أصبح يطلق على هذه الأدوات وغيرها بـ "التمويل غير الظاهر بالقوائم المالية" (Off-Balance Sheet Financing)، وقد شاع استخدام هذه الأدوات وتنوعت أشكالها من الشركات الكبيرة في عقد الثمانينيات، وبالتالي أصبحت موضع اهتمام العديد من الهيئات المحاسبية التشريعية وخبراء التمويل في العالم، أما فيما يتصل بالاستئجار الرأسمالي كأحد أشكال هذا النوع من التمويل فقد عالجه مجلس معايير المحاسبة المالية FASB في العام ١٩٩٦ في المادة ١٣، الذي فرض على الشركات المستأجرة وجوب رسملة عقد الإيجار وإدراج الأصل المستأجر ضمن الأصول المملوكة في القوائم المالية المنشورة، وبالمقابل يتم تسجيل الأقساط المتبقية كالتزام على الشركة إذا تحقق في عقد الايجار أحد أو كل الشروط التالية:

١. إمكانية انتقال ملكية الأصل إلى المستأجر في نهاية مدة العقد.
٢. منح المستأجر إمكانية شراء الأصل بسعر منخفض يتم الاتفاق عليه، وذلك في نهاية مدة العقد.
٣. أن تكون فترة الإيجار تعادل ٧٥% أو أكثر من العمر الإنتاجي المتوقع للأصل
٤. أن تكون القيمة الحالية للحد الأدنى من دفعات أقساط الايجار في بداية عقد الإيجار تساوي ٩٠% أو أكثر من القيمة السوقية العادلة للأصل.

وبهدف تفادي رسملة عقد الإيجار الرأسمالي، تقوم الشركات بإعداد عقود الايجار بطريقة معينة لتفادي الشروط الأربعة السابقة والتي يجب توفر واحد منها على الأقل.

أيهما أفضل الامتلاك أم الاستئجار؟

بعد أن تناولنا في الصفحات السابقة أشكال الاقتراض والاستئجار المختلفة يثار السؤال التالي:

أيهما أفضل للشركة اللجوء للاقتراض؟ أم التوجه نحو الاستئجار كأداة تمويلية؟

إن الإجابة على هذا التساؤل تتطلب منا التطرق لمزايا الاستئجار ومقارنته بالاقتراض والتي نلخصها على النحو التالي:

١. المرونة Flexibility

يتيح الايجار (وخاصة التشغيلي الذي يكون قصير الأجل، وينطوي على حق الإلغاء) إمكانية التخلص من الأصل المستأجر في حالة ظهور آلات أكثر تطوراً وكفاءة، وبالتالي يتمكن المستأجر من نقل تقادم الأصل المستأجر للمؤجر حتى قبل انتهاء مدة الاستئجار الأصلية، فحق الإلغاء ذو قيمة

كبيرة للمستأجر، وكذلك في حالة استئجار المباني، فقد تجد إدارة الشركة من الصعوبة بيـع مبـاني الشركة والانتقال إلى مكان أخر بسبب الخسائر الكبيرة الناجمة عن بيعها، في الوقت الذي نجد فيـه عملية الانتقال سهلة في حال كون الشركة مستأجرة لهذه المباني.

ومن جهة أخرى يعتبر الاستئجار البديل الأمثل إذا كانت الحاجة للأصل قصيرة الأجل، فليس من المنطق في حالة كون المنشاة بحاجة إلى أحد الأصول لفترة قصـيرة كشـاحنة مـثلاً أن تقـوم بشرائها، ثم تقوم بعد شهر ببيعها عند انتفاء الحاجة منها بعد أن تكون قد تكبـدت الوقـت والجهـد لاختيار هذه الشاحنة وتأمينها وتسجيلها وبالتالي يؤدي الاستئجار إلى تجنب الإجراءات المعقدة لقرار الشراء.

٢. الوفورات الضريبية Tax Benefits:

ينجم عن الاستئجار وفورات ضريبية للمستأجر، إذ أن الاستئجار يترتب عليه دفع مصـروف دوري خاضع للضريبة وهو قسط الاستئجار، وفي معظم الأحيان يكون قسط الاستئجار السنوي أكبر من مصروف الاستهلاك السنوي لذلك الأصل، ففي هذه الحالة ينجم عن الاستهلاك وفـر ضـريبي يساوي [معدل الضريبة × (مصروف الإيجار – مصروف الاستهلاك)].

٣. الاستفادة من خدمات الصيانة: Maintenance is Provided

تتيح عقود الاستئجار– كما هو معروف وخاصة التشغيلي منها امكانية حصـول المسـتأجر على خدمات صيانة خلال فترة الايجار، ومن الطبيعي أن شركات التـأجير ومن خلال وجود أقسام وطواقم صيانة متخصصة فيها تكون مستعدة لوجستياً وتقنياً وفنياً أكثر من أي شركة أخرى، وعلـى الرغم من أن ذلك ينعكس على ارتفاع قسط الايجار إلا أن ذلك يمكن المستأجر من الحصول علـى خدمات صيانة أكثر جودة مما لو قام بنفسه بهذه الخدمات في حالة امتلاكه للأصل.

٤. توفير الأموال لاستخدامات بديلة

يحقق الايجار للمستأجر إمكانية استخدام الموارد المالية التي تم توفيرها في مجالات استثمارية كتمويل رأس المال العامل، وأي استثمارات أخرى وخاصة بالنسبة للشركات حديثة العهد، التي قـد تكون إمكاناتها المالية محدودة وفي نفس الوقت تكون حاجتها للأموال كبيرة.

٥. تحسين صورة المركز المالي للشركة Window Dressing

يؤدي الاقتراض بجميع أشكاله (بنكي، أو إصدارات السندات) إلى زيادة ما يسمى بالمخاطرة المالية للشركة الناجمة عن مدى اعتماد الشركة على الاقتراض أو ما يسمى بالرفع المالي، والذي يتم التعبير عنه بعدة أشكال، كنسبة الديون طويلة الأجل إلى صافي القيمة الدفترية للأصول، أو الاقتراض طويل الأجل منسوبا إلى حقوق المساهمين ... الخ، وارتفاع هذه النسب في الشركة مؤشر على اعتماد الشركة على الاقتراض، وبالتالي يضعف قدرتها الاقتراضية من خلال صعوبة حصولها على قروض جديدة أو إمكانية حصولها على قروض جديدة ولكن بتكلفة عالية، وبناء على ذلك

تحرص الشركات على إظهار هذه النسبة بأقل ما يمكن. ويعتبر إظهار مركز مالي قوي ونتيجة أعمال جيدة أهداف رئيسية لأي شركة، ويأتي الاستئجار هنا ليخدم أغراض الشركة في مجالين رئيسيين:

إن عدم ظهور عملية استئجار الأصل الثابت في الميزانية العمومية له تأثير إيجابي على نسب الرفع المالي المشار إليها سابقاً، التي تستخدم غالبا من قبل البنوك وجهـــات أخـــرى لتقيـــيم القـــدرة الائتمانية للشركة بهدف منحها قروضاً، وبالتالي يؤدي الاستئجار بعكس الاقتراض إلى تخفيض نسب الرفع المالي، فيمكّن الشركة المستأجرة من الحفاظ على مستوى معقـــول مـــن المديونيـــة الدفتريـــة (الظاهرة) للشركة، مما يزيد من فرصها في الحصول على احتياجاتها التمويلية من خلال الاقتراض، وهذا ما يعرف بالقدرة الاستيعابية المالية لديها (Financial Slack)، ويترتب على ذلك ميزة أخرى تتلخص بتخفيض تكاليف الاقتراض بسبب انخفاض مستوى المخاطرة الماليـــة (Financial Risk) هذا من جانب. ومن جانب اخر يُمَكِّن الاستئجار الشركة المستأجرة من الحفاظ على مستوى مرتفـــع أو مقبول من العائد المحاسبي، وبالتالي خلق انطباع ايجابي للمستثمرين الحاليين والمحتملـــين مـــن خلال استبعاد قيمة الأصل المستأجر من ضمن عناصر الأصول في الميزانية عند احتســـاب نســـبة معدل العائد على الاستثمار (الأصول) خاصة في السنوات الأولى للمشاريع والاستثمارات التي تقوم بها الشركة، مما يسهم بدوره في المحافظة على استقرار أداء أسهمها في السوق وخاصة في الأسواق التي تتصف بضعف كفاءتها، وفي كثير من الحالات يتم صياغة عقود الاستئجار، بطريقة تكون فيها أقساط الاستئجار في السنوات الأولى اقل من قيمة أقساط الاستهلاك مضافا إليها الفوائد في حالة تـــم اقتناء الأصل بواسطة الاقتراض، وهذا من شأنه رفع العائد على الاستثمار، وبشكل عام إن المشروع عندما يقوم باستئجار الأصول الثابتة بدلا من الاقتراض فان ذلك يؤدي إلى تحسن ملحوظ في بعض النسب المالية، كنسب النشاط (معدلات دوران الأصول) ونسب المديونية، وبعض معدلات العائد على الأصول، ومؤشرات تغطية الفوائد .. الخ.

والمثال التالي يوضح ذلك:

لنفترض وجود شركتين ماليتين (أ، ب) تتصفان بتشابه الهيكل المالي وهيكل الأصـــول لكـــل منهما كما، أن صافي الدخل لكل منها يبلغ ٧٥ ديناراً كما تبين ذلك القوائم المالية التالية:

الميزانية العمومية للشركة (أ، ب) قبل قرار الاستئجار أو الامتلاك بواسطة الاقتراض			
١٠٠	أصول ثابتة	٥٠	قروض طويلة
٥٠	أصول متداولة	١٠٠	حقوق مساهمين
١٥٠	المجموع	١٥٠	المجموع
نسبة الرفع المالي (ديون/ الأصول)= ٣٣%			
نسبة العائد على الأصول (صافي الدخل / الأصول) = ٥٠%			

فإذا افترضنا إن الشركة (أ) اقتنت أحد الأصول والذي تبلغ تكلفه ٥٠ دينـــاراً عـــن طريـــق

الشراء، وقامت بتمويل العملية عن طريق الاقتراض، ثم قامت الشركة "ب" باستئجاره، فيكون الوضع المالي للشركتين على النحو التالي:

الميزانية العمومية للشركة (أ) بعد الاقتراض				الميزانية العمومية للشركة (ب) بعد الاستئجار			
١٥٠	أصول ثابتة	١٠٠	قروض طويلة	١٠٠	أصول ثابتة	٥٠	قروض طويلة
٥٠	أصول متداولة	١٠٠	حقوق مساهمين	٥٠	أصول متداولة	١٠٠	حقوق مساهمين
٢٠٠	المجموع	٢٠٠	المجموع	١٥٠	المجموع	١٥٠	المجموع
نسبة الرفع المالي بعد الشراء ٥٠%				نسبة الرفع المالي بعد قرار الاستئجار ٣٣%			
نسبة العائد من الأصول بعد الشراء ٣٧.٥%				نسبة العائد على الأصول بعد الاستئجار ٥٠%			

٦. تجنب الشروط والإجراءات المعقدة للاقتراض Restriction Avoidance

تتضمن معظم عقود القروض – بعكس عقود الاستئجار– العديد من القيود والشروط التي يجب على إدارة الشركة المقترضة الالتزام بها، كأن يشترط البنك المقرض على الشركة المقترضة عدم الحصول على قروض مستقبلية طالما لم يتم تسديد القرض، وعدم توزيع الأرباح على المساهمين طيلة فترة القرض، وعدم التوسع في استثمارات الشركة بشراء أصول ثابتة خلال فترة معينة، وقد تصل هذه القيود إلى رهن بعض ممتلكات الشركة طيلة فترة القرض وما إلى ذلك من قيود.

عيوب الاستئجار Leasing Drawbacks

على الرغم من المزايا السابقة للاستئجار، إلا أنه يوجد عدة عيوب لهذا النوع من التمويل يجب على المنشأة أخذها بالاعتبار عند اتخاذ قرار التمويل:

١. إذا كان عقد الاستئجار محدود المدة كما في الاستئجار التشغيلي، يجب على المنشأة المستأجرة إعادة الأصل المستأجر في نهاية المدة المنصوص عليها في العقد، وخلال هذه المدة تكون قيمة هذه الأصول أو أقساط استئجارها قد ارتفعت وخاصة في حالات العقارات كالمستودعات مثلا، ويكون من الصعوبة هنا للشركة المستأجرة شراء أو استئجار هذه الأصول بالأسعار السابقة.
٢. إن التمويل بالاستئجار بالمقارنة بالاقتراض يحرم الشركة المستأجرة من الاستفادة من بعض مزايا الملكية، كالاستفادة من القيمة الدفترية المتبقية للأصل (الخردة)، أو إمكانية تقديم الأصل كضمان للحصول على قروض وغيرها من المزايا.

ثالثاً: التمويل طويل الأجل Long Term Financing

في الوقت الذي تلجأ الشركة لتمويل استثماراتها واحتياجاتها قصيرة الأجل من خلال مصادر التمويل قصير الأجل بكافة أشكالها، نجد هذه المصادر لا يمكن الاعتماد عليها في تمويل عمليات التوسع والتحسينات التي تنوي الشركة القيام بها والمتمثلة بشراء الآلات والمعدات والمباني والأصول

طويلة الأجل المختلفة، وعليه تظهر الحاجة إلى الحصول على موارد مالية طويلة الأجل من اجل توظيفها في الأصول والاستثمارات طويلة الأجل ولتلبية احتياجات المشروع من الأموال اللازمة للعمليات الحالية أو لأغراض التوسع.

أشكال التمويل طويل الأجل

تتفق أدبيات التمويل في تقسيماتها وتصنيفاتها لمصادر التمويل طويل الأجل، ففي الغالب يتم تصنيف هذه المصادر إلى مصدرين أساسيين:

١. أموال الملكية Equity Financing
٢. أموال الاقتراض Debt Financing

ويشمل المصدر الأول الأسهم العادية والأرباح المحتجزة بأشكالها كافة، والاحتياطات القانونية. أما المصدر الثاني فيشتمل على الاقتراض البنكي طويل الأجل، وإصدارات سندات الدين، وهناك أيضاً بعض الأدوات التمويلية الهجينة التي تحمل بعض صفات المصدرين السابقين، كالسندات والأسهم الممتازة القابلة للتحويل (Convertibles). وسوف نتناول فيما يلي بالشرح والتحليل كلاً منهما:

الأسهم العادية Common Stocks

تمثل الأسهم العادية رأس المال الأساسي للشركة المساهمة، وهي كذلك المصدر الرئيسي لتمويل الشركة وتكوين رأسمالها، وتلجأ الشركات بشكل رئيسي لهذا المصدر التمويلي في مرحلة التأسيس أو في حالات التوسعات المستقبلية، وبالتالي فهي عملية غير متكررة، ويمكن تعريف السهم العادي بأنه "عبارة عن ورقة مالية تمثل حصة في رأسمال الشركة المساهمة، يحمل قيمة اسمية، تصدرها الشركة المساهمة للحصول على أموال، وتمنح حاملها عدد من الحقوق كحق المشاركة في أرباح وإدارة المنشأة، وحق المشاركة في قيمة ممتلكات الشركة عند تصفيتها".

من التعريف السابق يمكن استنتاج عدة خصائص لهذا المصدر التمويلي:

أولاً: الأسهم العادية لا تصدر إلا عن الشركات المساهمة العامة، إذ لا يحق لأشكال الشركات الأخرى كالشركات الفردية وشركات التضامن إصدار أسهم عادية.

ثانياً: يترتب على اقتناء السهم العادي عدة حقوق أبرزها:

١. مشاركة مالك السهم الذي يسمى بالمساهم (Stockholder) بالأرباح التي تحققها الشركة، وقد يحصل المساهم على نصيبه من الأرباح أما في صورة نقدية Cash Dividends، أو على شكل اسهم Stock Dividends.
٢. الحق في المشاركة في متحصلات بيع ممتلكات الشركة عند تصفيتها بعد دفع مستحقات باقي ممولي الشركة.
٣. الحق في المشاركة في اجتماعات الجمعية العمومية للمساهمين والتصويت على مختلف

القرارات بما فيها انتخاب أعضاء مجلس الادارة (Board of Directors).

٤. وفي العديد من الحالات يعطى المساهم العادي حق الأولوية في شراء الأسهم العادية التي قد تصدرها الشركة في المستقبل.

ثالثاً: يتصف السهم العادي بقابليته للتداول، أي إمكانية بيعه أو شرائه من شخص إلى أخر في أي وقت يشاء فيه حامل السهم وبدون إذن من الشركة المصدرة له، ويتم ذلك إما من خلال أسواق مالية منظمة (بورصة) أو من خلال أسواق مالية غير منظمة (السوق الموازي)، كما سيرد لاحقاً عند الحديث عن الأسواق المالية.

رابعاً: يمكن التمييز بين عدة قيم للسهم العادي فهناك القيمة الاسمية، والقيمة الدفترية، والقيمة السوقية، والقيمة الاقتصادية :

١. القيمة الاسمية Par Value:

تمثل القيمة الاسمية القيمة الأصلية المنصوص عليها في عقد تأسيس الشركة، وهي القيمة التي يطرح فيها السهم العادي للبيع أول مرة، وفي العادة تستخدم هذه القيمة كأساس لتوزيع الأرباح على المساهمين، وفي الوقت الذي يتم تحديد هذه القيمة من خلال عقد تأسيس الشركة إلا أن قوانين الشركات السائدة في الدولة في العادة تحدد الحد الأقصى لهذه القيمة.

٢. القيمة السوقية Market Value:

وهي القيمة التي يباع بها السهم العادي في السوق المالي (البورصة). وتتصف هذه القيمة بتذبذبها هبوطاً وصعوداً حسب العرض والطلب على السهم، والذي يتوقف بدوره على:

١. الظروف الاقتصادية السائدة في الدولة (تضخم، كساد)، وفي قطاع الصناعة التي تنتمي لها الشركة.
٢. المركز المالي للشركة ونتائج أعمالها (حجم الأرباح، توزيعات الأرباح)
٣. توقعات المستثمرين الحاليين والمحتملين في أسهم تلك الشركة فيما يتعلق بقدرتها على تحقيق الأرباح في المستقبل.

ويجب الإشارة هنا إلى أن القيمة السوقية قد لا تمثل القيمة الحقيقية للسهم وخاصة إذا كانت الأسواق المالية التي يتم تداول أسهم هذه الشركات بها تتصف بعدم الكفاءة.

٣. القيمة الدفترية Book Value:

وتمثل نصيب السهم العادي من القيمة الصافية للشركة حسب الدفاتر والسجلات المحاسبية لتلك الشركة، ويتم حسابها بقسمة حقوق المساهمين العاديين على عدد الأسهم العادية القائمة أو المتداولة:

القيمة الدفترية للسهم العادي = حقوق المساهمين العاديين ÷ عدد الأسهم العادية المصدرة القائمة

وتشمل حقوق المساهمين العاديين كل من رأس مال الأسهم العادية المدفوع والاحتياطات

بأشكالها كافة، والأرباح المحتجزة. وعليه فان القيمة الدفترية للسهم العادي تعتمد على أرباح الشركة وقوتها الايرادية بشكل أساسي، وتمثل هذه القيمة أحد المؤشرات للمستثمرين الحاليين أو المحتملين حول الاستثمار في أسهم الشركة.

٤. **القيمة الاقتصادية أو الحقيقية للسهم Intrinsic Value**

وتمثل القيمة الحقيقية للسهم القيمة التي يجب أن يكون عليها هذا السهم، وهي القيمة التي تعكس جميع العوامل المؤثرة عليه كأصول الشركة وإيراداتها الحالية والمتوقعة وإدارتها ... الخ.

ويمكن أن تختلف هذه القيمة من محلل استثماري إلى آخر حسب تحليله للعوامل التي تؤثر على السهم، وفي الغالب تختلف القيمة الاقتصادية للسهم عن القيمة السوقية له خاصة إذا ما اتصفت الأسواق المالية التي يتم التعامل من خلالها بهذا السهم بعدم الكفاءة.

ومن الواضح أن الاختلاف بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية كما يعتقدها محلل استثماري معين هو الذي يدفع بهذا الشخص إلى التعامل بالسهم بيعاً وشراءً.

خصائص الأسهم العادية من وجهة نظر الشركة:

تتصف الأسهم العادية بالعديد من الخصائص والمزايا من وجهة نظر الشركة من أهمها:

١. لا يشكل هذا المصدر التزاماً مالياً ثابتاً على الشركة مقارنةً بمصادر التمويل طويلة الأجل الأخرى كالأسهم الممتازة والسندات، فالشركة المساهمة ليست ملزمة بتوزيع أرباح على المساهمين حتى في السنوات التي تحقق فيها الشركة أرباحاً.
٢. الأسهم العادية مصدر تمويلي دائم Permanent، إذ ليس للأسهم العادية (كمصدر تمويلي) تاريخ سداد أو استحقاق مقارنة بالمصادر الأخرى، كالاقتراض طويل الأجل والسندات. فإدارة الشركة ليست ملزمة قانونيا برد هذه الأموال إلى أصحابها، وإذا أراد مالك السهم استرداد قيمة أمواله فما عليه إلا بيع هذه الأسهم لغيره في أي وقت يشاء، كما وأن الشركة ليست ملزمة بتوزيع أرباح حتى في السنوات التي تحقق فيها أرباحاً.
٣. تعتبر الأسهم العادية بمثابة عامل أمان لدائني الشركة (Cushions) في حالة تعرض الشركة لخسائر، فقيام الشركة بتمويل استثماراتها طويلة الأجل من خلال طرح أسهم عادية، يؤدي إلى زيادة درجة المصداقية الائتمانية (Creditworthiness)، الأمر الذي يؤدي إلى رفع وزيادة القدرة الاقتراضية للشركة، وتخفيض تكلفة الاقتراض لديها، ويترتب على ما سبق زيادة قدرة الشركة المستقبلية على استخدام الاقتراض كمصدر تمويلي.

كما يوفر هذا المصدر التمويلي بديلاً جيداً للشركة إذا ارادت الحصول على تمويل إضافي، وبخاصة في حالات التضخم؛ لأن البدائل الأخرى وخاصة إصدارات السندات في هذه الحالات تكون صعبة، لكون العائد عليها (توزيعات الفوائد) من وجهة نظر المستثمر يتناسب وهذه الأوضاع ويكون مرتفعا.

٤. بالمقارنة مع أدوات التمويل بالاقتراض فلا يجوز للمساهمين رهن أي أصل من أصول الشركة ضمانا لأسهمهم.

٥. تعتبر الأسهم العادية مصدراً تمويلياً ذا بعد اجتماعي، فمن وجهة نظر اجتماعية تعتبر من أكثر المصادر تفضيلاً لكونها تجعل الشركات بشكل عام أقل عرضةً وتأثراً لنتائج الانخفاض في المبيعات والأرباح مقارنة بأدوات الاقتراض.

عيوب الأسهم العادية كمصدر تمويلي:

على الرغم من المزايا السابقة لهذا المصدر التمويلي إلا أن له بعض المساوئ والعيوب بالنسبة لكل من الشركة المصدرة له من جهة والمساهم من جهة أخرى:

١. إن عملية إصدار اسهم جديدة في الشركة من شأنه أن يؤدي إلى دخول مساهمين جدد للشركة وبالتالي توسيع قاعدة المساهمين، وهذا من شأنه خلق تشتت أكبر للأصوات في الجمعية العمومية الأمر الذي يؤدي إلى إضعاف مركز المساهمين القدامى، وبالتالي إطلاق العنان لإدارة الشركة للتصرف بحرية داخل الشركة الأمر الذي يؤدي إلى زيادة حدة ما يسمى بمشكلة الوكالة (Agency Problem).

كما يترتب على توسيع قاعدة المساهمين في الشركة تخفيض ربحية السهم Earning Per Share (EPS) وخاصة إذا لم يرافق الزيادة في عدد الأسهم زيادة مماثلة في مستوى أرباح الشركة، فعلى سبيل المثال لو بلغ عدد الأسهم المصدرة والقائمة في إحدى الشركات المساهمة العامة ١٠٠٠٠٠ سهم عادي، وبلغ صافي الربح بعد الضريبة للعام السابق ١٠٠٠٠٠٠دينار. وقامت الشركة بإصدار ١٠٠٠٠٠ سهم عادي جديد هذا العام، ولم يتغير مستوى الأرباح لهذا العام فإن:

ربحية السهم العادي قبل الزيادة = ١٠٠٠٠٠٠÷ ١٠٠٠٠٠ سهم = ١٠ دينار /سهم. وربحية السهم العادي بعد قرار الزيادة = ١٠٠٠٠٠٠ ÷ ٢٠٠٠٠٠ سهم = ٥ دينار/سهم.

وهذا ما يعرف بالأثر التخفيضي للملكية (Dilution) وهو من أهم عيوب الأسهم العادية كمصدر تمويل طويل الأجل وخاصة من وجهة نظر المساهمين.

٢. المقارنة مع أدوات التمويل بالاقتراض لا تمثل توزيعات الأرباح التي تجريها الشركة مصروفات لغايات الضريبة، وبالتالي لا تساهم بتخفيض الوعاء الضريبي للشركة، وعليه لا يترتب على إصدار الأسهم كمصدر تمويلي أي وفورات أو مزايا ضريبية.

٣. تعتبر الأسهم العادية كمصدر تمويلي من أكثر المصادر التمويلية كلفة من منطلق ارتفاع درجة المخاطرة المصاحبة للاستثمار فيها؛ لكون حملة الأسهم العادية ليس لهم حق الأولوية سواء في الحصول على العائد، أو في الحصول على نصيبهم من محصلات التصفية في حال تصفية

الشركة المساهمة، إذ يسبقهم في ذلك أصحاب كل من السندات والأسهم الممتـــازة ، ويرجـــع ارتفاع كلفة هذا المصدر التمويلي أيضاً إلى عدم اعتبار توزيعات الأرباح كمصروف خاضع للضريبة كفوائد القروض أو السندات، الأمر الذي يزيد من تكلفة هذا المصدر التمويلي.

٤. بشكل عام تعتبر تكاليف إصدار الأسهم العادية (Floating Costs) أكبر من تكلفـــة إصـــدار أدوات التمويل الأخرى، وتتمثل هذه التكاليف في عمولة بنوك الاستثمار وشركات الوساطة أو متعهدي التغطية، وتكاليف الاكتتاب، والتكاليف القانونية، وتكاليف التسجيل والطباعة، ويرجع ارتفاع هذه التكاليف إلى ارتفاع تكلفة التحقق والفحص للاستثمارات في أدوات الملكية والـــى كون الأسهم العادية تباع إلى عدد كبير من المستثمرين بكميات صغيرة.

٥. إن الإغراق في الاعتماد على الأسهم العادية كمصدر تمويلي طويل الأجل مـــن شـــأنه رفـــع المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC)، بسبب ارتفاع تكلفة هذا المصـــدر التمـــويلي والذي يعتبر أحد العناصر الرئيسية المكونة للهيكل التمويلي للشركة.

٦. يترتب على إصدار الشركة اسهماً عادية جديدة، إعطاء حق لأصـــحاب هـــذه الأســـهم فـــي المشاركة في الأرباح. وفي حالة ارتفاع أرباح الشركة فان هؤلاء المساهمين سيشاركون فـــي هذه الأرباح، وعلى العكس لا يشارك أصحاب القروض إلا بجزء محدود من هذه الأربـــاح، وهو مبلغ الفائدة المتفق عليها مهما بلغ حجم أرباح الشركة.

وفي السنوات الأخيرة ظهرت أنماط جديدة من الأسهم العادية في بعض الاقتصاديات المتقدمة، تعتبر إلى حد ما تطورات دراماتيكية على الأشكال التقليدية السائدة لهذه الأدوات من أبرزها ما يسمى بالأسهم العادية للأقسام الإنتاجية، والأسهم العادية ذات التوزيعـــات المخصـــومة والأســـهم العاديـــة المضمونة.

الأسهم الممتازة Preferred Stocks:

يمثل السهم الممتاز مستند حصة في ملكية الشركة المساهمة العامـــة، إلا أن حاملـــه يتمتـــع بالأولوية في مجال توزيع الأرباح والتصفية، فمن جهة يحصل حامل السهم الممتاز على حقـــه فـــي الأرباح التي تكون محددة سلفاً عند الإصدار قبل حصول حامل السهم العادي على حقه فيها، ومـــن جهة أخرى يحصل حامل على نصيبه من متحصلات التصفية عند حل وتصفية الشركة قبل حصول المساهم العادي على حقه فيها، ولكن بعد حصول أصحاب الديون بكافة أشكالها وأجالها على حقوقهم، وعليه فان أهم ما يميز السهم الممتاز ما يلي:

١. <u>الأولوية في الأرباح والأصول على الأسهم العادية:</u> للأسهم الممتازة حق الأولوية في حصول حملتها على نصيبهم من الأرباح قبل توزيع أي أرباح لحملة الأسهم العادية، ولحملتها الحـــق كذلك في الحصول على حقوقهم عند تصفية الشركة قبل حصول أصحاب الأسهم العادية على أي شيء.

٢. ثبات الدخل: غالبا ما تكون أرباح الأسهم الممتازة محددة سلفاً على شكل نسبة مئوية ثابتة من القيمة الأسمية للسهم الممتاز.

٣. عدم التمتع بحق التصويت: لا يشترك حملة الأسهم الممتازة في إدارة الشركة وبالتالي ليس لديهم حق التصويت، إلا إذا نص عقد الإصدار على خلاف ذلك.

٤. القابلية للاستدعاء على الرغم من عدم وجود تاريخ استحقاق للسهم الممتاز، إلا أن ذلك لا يمنع من وجود شرط الاستدعاء في عقد الإصدار، وحق الاستدعاء يعني وجود شرط في نشرة الإصدار يسمح بموجبه للشركة المصدرة للسهم الممتاز إعادة شراء السهم خلال مدة محددة، وبسعر محدد قبل تاريخ الاستحقاق.

٥. القابلية للتحويل: وهي إحدى المزايا الرئيسية لهذه الأداة التمويلية، فبموجب نشرة الإصدار قد يحق لحامل السهم الممتاز تحويل السهم الذي يملكه، ووفقا لرغبته، وتحت شروط منصوص عليها إلى أسهم عادية.

٦. الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح Cumulative Dividends، معظم الأسهم الممتازة مجمعة للأرباح، وهذا يعني أن عدم قيام الشركة توزيع أرباح على حملة الأسهم الممتازة في إحدى السنوات، لا يلغي حق هؤلاء المساهمين في الحصول على نصيبهم من الأرباح في تلك السنة، فعلى سبيل المثال لو توقفت إحدى الشركات المساهمة عن توزيع أرباح على حملة الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح في إحدى السنوات، وقررت توزيع أرباح في السنة التالية على المساهمين، فعلى الشركة أولا توزيع أرباح لحملة الأسهم الممتازة عن سنتين قبل توزيع أي مبلغ على حملة الأسهم العادية.

٧. الأسهم الممتازة أداة هجينه: الأسهم الممتازة تجمع بين صفات الأسهم العادية وصفات السندات، فهي تشبه الأسهم العادية في كونها ليس لديها تاريخ استحقاق، ومن جهة أخرى تشبه السندات في أنها تضمن لحاملها دخلاً ثابتاً (محدد سلفا)، وبالتالي يشار إليها في أدبيات التمويل بالأدوات الهجينة Hybrids، كونها تجمع بين صفات مصدري التمويل السابقين، وعليه هناك جدل واسع في أدبيات التمويل في تصنيف الأسهم الممتازة فبعضهم يعتبرها من ضمن أدوات الملكية، وبعضهم الأخر يعتبرها من ضمن أدوات الاقتراض.

٨. للأسهم الممتازة قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، تكتسب القيمة الاسمية – وبشكل خاص – أهمية كبرى؛ لعدة أسباب، أهمها أن هذه القيمة هي الأساس التي تحدد بموجبه حقوق حامل السهم الممتاز عند تصفية الشركة، كما تستخدم هذه القيمة كأساس في تحديد الأرباح الموزعة لحملة هذه الأسهم، أما القيمة الدفترية للأسهم الممتازة فتتمثل بإجمالي حقوق حَمَلة الأسهم الممتازة الواردة في سجلات الشركة وميزانيتها العمومية، مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، ويجب أن نلاحظ أنه ليس للأسهم الممتازة أي حق في الاحتياطيات أو الأرباح المحتجزة، وهي حق لحملة الأسهم العادية فقط.

القيمة الدفترية للسهم الممتاز = قيمة الأسهم الممتازة الواردة في سجلات الشركة ÷ عدد الأسهم الممتازة المصدرة

مميزات الأسهم الممتازة كمصدر تمويلي للشركة

إن إصدار اسهم ممتازة كمصدر تمويلي يحقق عدة ميزات من وجهة نظر الشركة هي :

١. المتاجرة بالملكية: فإصدار هذه الأداة التمويلية يمكن الشركة من استعمال أموال المودعين دون إشراكهم في إدارة الشركة، كون معظم هذه الأسهم لا تحمل حق التصويت وبالتالي لا تشترك في إدارة الشركة بصورة مباشرة أو غير مباشرة، وهذا من شأنه أن يجنب المساهمين القدامى دخول مساهمين جدد، وما يتبع ذلك من تشتت الأصوات، وإضعاف قوتهم داخل الشركة، وبالتالي إصدار أسهم ممتازة يبقي السيطرة في يد الإدارة والمساهمين القدامى.
٢. زيادة الطاقة الاقتراضية: لا يترتب على قيام الشركة بإصدار أسهم ممتازة رهن أي من ممتلكاتها الثابتة، كما هو الحال في معظم حالات الاقتراض طويلة الأجل، وهذا يعمل على تخفيض نسبة الرفع المالي، وما يتبعه من زيادة القدرة الأقتراضية للشركة من خلال إتاحة الفرصة أمامها للاقتراض من خلال القروض البنكية أو إصدار السندات ورهن ممتلكاتها مقابل ذلك.
٣. المرونة، بالمقارنة مع السندات لا تتطلب الأسهم الممتازة قيام الشركة بتخصيص مبالغ سنوية محددة (أرباح موزعة) تدفع في مواعيد محددة، فالشركة المصدرة هنا ليست ملزمة قانونا بإجراء توزيعات سنوية، وأقصى ما يمكن هو كون السهم مجمع للأرباح، فحتى لو لم توزع الشركة أرباح في إحدى السنوات لا يبرر ذلك الحجز على ممتلكات الشركة وتصفيتها، كما هو الحال في فوائد القروض والسندات.
٤. إن وجود حق الاستدعاء في نشرة إصدار السهم يعطي الشركة ميزة كبيرة تتلخص في التخلص من التكاليف الثابتة السنوية ممثلة بتوزيعات الأرباح، وخاصة إذا ما كان معدل توزيع الأرباح مرتفعا عند إصدار هذه الأسهم.

وعلى الرغم من المزايا السابقة للأسهم الممتازة (من وجهة نظر الشركة) إلا أن ذلك لا يمنع من وجود بعض العيوب تتلخص فيما يلي:

١. ارتفاع التكاليف: تعتبر تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة أكبر من تكلفة التمويل بالاقتراض، ويرجع السبب في ذلك إلى أن الأرباح الموزعة لحملة هذه الأسهم لا تعتبر مصروفاً خاضعاً للضريبة، مقارنة بفوائد السندات أو القروض، وبالتالي لا ينجم عن التمويل بالأسهم الممتازة أي وفورات ضريبية، وعليه فإن طريقة التمويل تتوقف على مركز الشركة الضريبي، فإذا

كانت أرباح الشركة مرتفعة جدا، تلجأ الشركة إلى التمويل من خلال الأدوات التي ينجم عنها وفر ضريبي، وعلى العكس كلما كانت الشركة تخضع لمعدلات ضريبية منخفضة، نراها تلجأ للتمويل من خلال إصدار أسهم ممتازة.

٢. إلزامية التوزيعات: يترتب على إصدار الأسهم الممتازة التزام الشركة بتوزيع أرباح تمثل أعباء مالية دورية ثابتة، وهذا من شأنه زيادة أعباء المنشأة، وخاصة في حالات الركود الاقتصادي، فعلى الرغم من عدم إلزامية التوزيع قانوناً إلا أن الشركات تحرص على عدم التخلف عن دفع هذه التوزيعات سنويا، حرصا على سمعتها، والشك بوجود مشاكل في الشركة.

٣. زيادة القيود على إدارة الشركة: يترتب على إصدار الشركة اسهم ممتازة زيادة القيود على إدارتها، ففي بعض الحالات وخاصة إذا ما واجهت الشركة مشاكل ومصاعب مالية، يكون لحملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت على بعض القرارات من أهمها توزيع الأرباح، وهذا من شأنه زيادة القيود على الإدارة.

الأسهم الممتازة من وجهة نظر المستثمر

إن شراء الأسهم الممتازة كأداة استثمارية يحقق لحاملها العديد من المزايا أهمها:

١. استقرار وضمان الدخل: توفر الأسهم الممتازة (وتضمن لحاملها) دخلا شبة ثابت ممثلاً بالأرباح السنوية الموزعة، فعائد الأسهم الممتازة أكبر من العائد الذي توفره السندات، وبعكس الأسهم العادية التي لا تضمن لحاملها دخلاً نقدياً ثابتاً أو مستقراً، إذ يعتمد العائد عليها على مدى ربحية الشركة ...الخ.

٢. الأولوية في الأرباح والموجودات: يتمتع حملة الأسهم الممتازة بأن لهم حق الأولوية في حصولهم على الأرباح قبل حملة الأسهم العادية، وكذلك لهم حق الأولوية في الحصول على حقوقهم في ممتلكات الشركة عند تصفيتها قبل أصحاب الأسهم العادية، وبالتالي فان درجة المخاطرة التي يتحملها أصحاب هذه الأسهم أقل من نظرائهم أصحاب الأسهم العادية.

التمويل الذاتي (الأرباح المحتجزة) Retained Earnings

ينتج هذا المصدر التمويلي عن الأرباح التي تحققها الشركة من خلال نشاطاتها، ولم تقُم بتوزيعها، وتعتبر الأرباح المحتجزة من أهم مصادر التمويل في الشركات، إذ تدل نتائج العديد من الدراسات الميدانية بأن الأرباح المحتجزة هي المصدر الأول بين مصادر تمويل استثمارات الشركات في دول أوروبا الغربية والولايات المتحدة (انظر على سبيل المثال OECD 1998, Mayers 1990, Singh, 1995) وترجع أهمية هذا المصدر للأسباب التالية:

١. يعتبر هذا المصدر أرخص من إصدار الأسهم العادية الجديدة، إذ لا يحتاج الى أي إجراءات ومعاملات، وما يترتب عليها من رسوم أو عمولات أو فوائد وما يتبعها من تكاليف، فإذا أرادت الشركة الحصول على تمويل من خلال هذا المصدر فبامكانها اتخاذ قرار داخلي مباشر

بعدم أو تخفيض توزيع أرباح لمساهميها.

٢. أن استخدام هذا المصدر التمويلي من قبل إدارة الشركة ليس من شأنه إضعاف مركز المساهمين القدامى في الشركة أو ما يعرف بالأثر التخفيضي للملكية Dilution المشار إليه سابقا، إذ أن عملية الاعتماد على الأرباح المحجوزة لن يؤدي إلى دخول مساهمين جدد للشركة، وبالتالي توسيع قاعدة المساهمين، الأمر الذي من شأنه تشتيت الأصوات في الجمعية العمومية، إضافة الى تخفيض ربحية السهم العادي.

٣. إن الاستمرار في الاعتماد على الأرباح المحجوزة كمصدر لتمويل الشركة من شأنه زيادة حجم حقوق المساهمين (أموال ملكية) الأمر الذي يساعد في تخفيض نسب الرفع المالي، وبالتالي زيادة القدرة الاقتراضية للشركة.

٤. كما هو معروف فان إدارة الشركة تلجا للتمويل من اجل تمويل استثماراتها المختلفة، وفي الغالب يتخذ قرار الاستثمار بمعزل عن المساهمين أو المقرضين أو أي جهات خارج الشركة، فالتمويل من خلال إصدارات الأسهم أو أموال الاقتراض من شأنه إدخال المساهمين أو المقرضين كجهات خارجية في قرارات الاستثمار وما يتبعها من قيود. إن الاعتماد على الأرباح المحجوزة كمصدر تمويل من قبل إدارة الشركة من شأنه تجنيب إدارة الشركة قيود وتأثيرات الجهات السابقة.

٥. يعتبر قرار احتجاز الأرباح مفضلاً لبعض المساهمين، وخاصة في بعض الدول التي تسمح قوانين الضرائب فيها بالازدواج الضريبي (Double Taxation).

٦. بالمقارنة مع أدوات التمويل الأخرى لا سيما أدوات الاقتراض لا يمثل هذا المصدر التمويلي أي التزامات على الشركة يجب تسديدها خلال مدة معينة، وبالتالي لا يترتب عليها تدفقات نقدية خارجة (Cash Outflow). ومن جهة أخرى لا يترتب على لجوء الشركة إلى هذا المصدر أي ضمانات أو رهن ممتلكات الشركة.

٧. إن الاعتماد على الأرباح المحتجزة كمصدر تمويلي من شأنه رفع القيمة الدفترية للسهم، وهذا من شأنه التأثير إيجابيا على سعر السهم في السوق.

احتجاز الأرباح وتوزيعها هدفان متعارضان Retained Earnings Vs. Dividends

على الرغم من المزايا والمبررات السابقة التي تدعو إدارات الشركات للجوء لهذا المصدر التمويلي، إلا أن إدارة الشركة لا تستطيع الإغراق في الاعتماد عليه، لأن احتجاز الأرباح هدف تسعى إليه إدارة الشركة من أجل تمويل استثماراتها، يتعارض وهدف أخر تسعى إدارة الشركة لتلبيته، وهو هدف توزيع الأرباح، فعدم توزيع الارباح على المساهمين، أو تخفيض معدلات التوزيع يحمل في طياته للسوق المالي والمتعاملين فيه كالمساهمين والمستثمرين المحتملين رسالة مالية سلبية وغير مباشرة (Financial Signal)عن أداء الشركة الحالي والمستقبلي، وبناء على ذلك نرى أن إدارات الشركات تتردد كثيراً في وقف أو تخفيض معدلات التوزيع. ومن هنا تجد إدارات الشركات

نفسها أمام هدفين متعارضين الأمر الذي يستدعي من هذه الإدارات انتهاج سياسة مدروسة لتوزيع الأرباح؛ لأنها مقيدة بعدة عوامل التي تؤثر عليها في اتخاذ القرارات، من أهمها التشريعات والقوانين السائدة، المركز المالي للشركة ونتائج أعمالها، معدل النمو أو التوسع في الشركة، وجود قيود في عقود الديون، عدد مساهمي الشركة والوضع الضريبي لهم ... الخ.

أدوات الاقتراض طويلة الأجل Long Term Debts

تلجأ إدارة الشركة في العديد من الحالات إلى استخدام أموال المودعين من خلال الاقتراض لتلبية احتياجاتها المالية طويلة الأجل وذلك في حالة عدم كفاية مصادر أموالها الذاتية (الأرباح المحتجزة) أو الخاصة (أموال المساهمين)، ولذلك وخلال الخمسين عاما الماضية شهدت البيئة التمويلية ظهور عدة أشكال من أدوات الاقتراض كان على رأسها الاقتراض البنكي، وإصدار السندات بأشكالها كافة، وقد شاع التمويل بهذه الأدوات، بسبب المزايا الناجمة عن استخدامها وعلى رأسها انخفاض تكلفة التمويل بالاقتراض، بسبب المنافع الضريبية لهذه المصادر، أو ما يسمى بالدرع الضريبي لفوائد الاقتراض Tax Shield، إذ يتم خصم فوائد القروض كمصاريف من صافي ربح الشركة الخاضع للضريبة، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض الوعاء الضريبي للشركة، وبالتالي تخفيض مبلغ الضريبة المدفوع، وما يترتب على ذلك من رفع معدلات العائد على الاستثمار وغيرها، وتشير العديد من الدراسات الميدانية في هذا السياق والتي أجريت في العديد من دول أوروبا الغربية والولايات المتحدة بأن التمويل بالاقتراض يحتل المرتبة الثانية من بين مصادر التمويل طويل الأجل (انظر على سبيل المثال Kester 1986 ، OECD, 1989-1992 ، Curran, 1992).

وتتعدد أشكال الاقتراض طويل الأجل، ويمكن تصنيفها إلى مجموعتين رئيسيتين هما: القروض البنكية طويلة الأجل، وإصدارات السندات بأشكالها كافة، وبما أننا تعرضنا للنوع الأول في حديثنا عن التمويل متوسط الأجل، فسنتحدث الآن عن النوع الثاني وهو إصدار السندات.

السندات Bonds:

من أبرز أدوات الاقتراض طويل الأجل التي تم ابتكارها وتطويرها خلال النصف الثاني من القرن الحالي ما يسمى بالسندات، والسند هو عبارة عن صك مكتوب تصدره الدولة أو الشركة المساهمة العامة للشخص الدائن مقابل الثمن الذي أقرضه للشركة، وفي المقابل يحصل حامل السند على عائد دوري (سنوي / نصف سنوي) على شكل فوائد Interest بالإضافة إلى استلام المبلغ الأصلي (Principal) في تاريخ معين هو تاريخ الاستحقاق.

الصفات الرئيسة للسندات:

١. السند يمثل دين أو التزام على الشركة المصدرة له، وحامل السند هو بمثابة دائن للشركة المصدرة له وهو حصة في التزام طويل الأجل على الشركة.

٢. يحصل حامل السند على دخل دوري ثابت، يسمى فائدة، سواء حققت الشركة أرباحاً أم لم تحقق خلال الفترة، وتدفع الفائدة عادة كنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند، وفي العادة تدفع الفائدة بشكل سنوي، أو نصف سنوي. وقد يكون هذا العائد ثابتاً طيلة حياة السند Fixed Interest أو يكون متغيراً (عائماً) Float Interest، إذ قد يتم ربطه ببعض المتغيرات، كمعدل التضخم أو بمعدل الفائدة المعروض من قبل البنوك على القروض قصيرة الأجل، كسعر الفائدة المعروض من قبل بنوك لندن على القروض قصيرة الأجل والمعمول به في عدة دول London Inter Bank Offered Rate (LIBOR). وكقاعدة عامة: تتناسب الفائدة على السندات طردياً مع مدة الاستحقاق، فكلما طال أجل السند يرتفع معدل الفائدة عليه.
٣. لا يحق لحامل السند الاشتراك في إدارة الشركة فهو دائن للشركة وليس مالك فيها.
٤. يسترد حامل السند حقوقه (قيمة السند والفوائد) قبل الآخرين (حملة الأسهم العادية أو الممتازة) في حال إفلاس أو تصفية الشركة، فمالك السند دائن ممتاز للشركة، وله ضمان خاص على ممتلكات الشركة وأموالها.
٥. للسند قيمة أسميه تكون مكتوبة على متن السند وتتعهد الشركة بتسديدها بتاريخ الاستحقاق، ويتم احتساب الفائدة عليها، وقيمة سوقية Market Value تتغير بتغير أسعار الفائدة السائدة في السوق، فكلما ارتفعت معدلات الفائدة السائدة في السوق انخفضت أسعار السندات القائمة أو المصدرة والعكس صحيح، ولذلك فالعلاقة عكسية بين معدلات الفائدة السوقية وقيم السندات.
٦. القابلية للتداول، يشترك السند مع السهم من حيث استطاعة حامل السند التخلي عنه بواسطة البيع إلى شخص آخر من خلال السوق المالي.
٧. محدودية الأجل، بالمقارنة مع الأسهم كأداة بديلة يصدر السند بأجل محدد يلتزم مصدره بسداده، وبرد قيمته إلى حامله بحلول هذا الأجل، والسندات وفقا لتاريخ استحقاقها تستحق خلال فترات، وقد تمتد من ثلاثة سنوات فأكثر.

مبررات التمويل عن طريق إصدار سندات:

بشكل عام تلجأ الشركة إلى الاقتراض بإصدار سندات بدلا من الأدوات التمويلية الأخرى وخاصة الأسهم للأسباب التالية:

١. انخفاض كلفة التمويل بالسندات بسبب انخفاض مخاطرتها بالنسبة للمستثمر.
٢. الوفر الضريبي، يترتب على إصدار الشركة سندات دفع فوائد تعتبر مصاريف خاضعة للضريبة، الأمر الذي من شأنه تخفيض تكلفة هذا المصدر التمويلي بالمقارنة مع أدوات التمويل الأخرى كالأسهم العادية أو الممتازة.
٣. تجنيب الشركة توسيع قاعدة المساهمين وما يترتب على ذلك من التخفيض المحتمل لربحية السهم من جهة، وإضعاف قوة المساهمين القدامى وتأثيرهم من جهة أخرى، لكون حملة

السندات لا يتمتعون بحق التصويت أو الاشتراك في الإدارة

٤. تعتبر عملية إصدار السندات من قبل الشركة المصدرة لها أحد أشكال تنويع مصادر التمويل طويل الأجل، ومن جهة أخرى تمثل عمليه إصدار هذه الأداة تلبية لحاجة بعض قطاعات المستثمرين الذين يعزفون عن أدوات الاستثمار الأخرى كالأسهم العادية أو الممتازة.

أنواع السندات:

تتعدد طرق تصنيف السندات، فقد استحدثت خلال نصف القرن السابق أشكال جديدة من السندات تتفاوت في صفاتها وأشكالها، وبشكل عام فيمكن تقسيم السندات حسب:

١. الجهة المصدرة لها (أهلية – حكومية).
٢. تاريخ أو مدة الاستحقاق (قصيرة، متوسطة، طويلة الأجل).
٣. الضمان (مضمونة، غير مضمونة).
٤. القابلية للتحويل (قابلة للتحويل، غير قابلة للتحويل).
٥. القابلية للاستدعاء (قابلة للاستدعاء، غير قابلة للاستدعاء).
٦. ثبات أو عدم ثبات معدل العائد (معدل فائدة صفري، معدل فائدة ثابت، معدل فائدة متحرك).

وفيما يلي شرح واف لهذه الأصناف من السندات

١. **أنواع السندات من حيث الجهة المصدرة لها:**

تقسم السندات حسب الجهة المصدرة لها إلى نوعين أساسيين، هما؛ السندات الحكومية و سندات الشركات (الأهلية).

أ. **السندات الحكومية**

يمكن تصنيف السندات التي تصدرها البنوك المركزية للحكومات المختلفة ومؤسساتها إلى عدة أنواع، فهناك سندات الخزينة Treasury Bonds، وتتراوح مدة استحقاق هذا النوع من السندات ما بين سبع سنوات وثلاثين سنة، وتكون هذه السندات قابلة للاستدعاء بقيمة وبتواريخ محددة مسبقاً، وهناك سندات البلدية Municipal Bonds التي تصدرها البلديات المختلفة في الدول التي تنتهج أسلوب اللامركزية في الإدارة المالية العامة للدولة.

وتتصف السندات التي تصدرها الحكومة ومؤسساتها المختلفة بعدة خصائص أهمها:

١. انخفاض درجة المخاطرة المرتبطة بها بسبب ضمان الحكومة لها في أغلب الأحيان.
٢. ارتفاع درجة السيولة بالمقارنة مع السندات التي تصدرها الشركات المساهمة.
٣. مزايا ناجمة عن عدم خضوعها للضريبة؛ بسبب الإعفاء الضريبي الممنوح على الدخل المتمثل بالفوائد.

ب. سندات تصدرها منشآت الأعمال (السندات الأهلية)

وهي السندات التي تصدرها الشركات المساهمة العامة المحدودة، وتتفاوت فـي خصائصـها باختلاف شروطها، فمنها ما يكون قابل للتحويل إلى أسهم عادية، ومنها ما يكون قابل للاستدعاء قبل تاريخ الاستحقاق، ومنها ما يكون مضمونا، ومنها ما يحمل معدل فائدة ثابتاً، ومنها ما يحمل معـدل فائدة عائماً...الخ. وعليه تختلف هذه السندات بدرجة جودتها، وبالتالي فهي تصدر بدرجات ورتـب مختلفة (Bond Rating) حسب درجة مخاطرتها ونوعية أداء الشركة المصدرة لها، ومستوى ثبات واستقرار أرباح الشركة، وشروط الإصدار، والموارد المالية للشركة ...الخ، ويقوم بعملية الترتيـب والتصنيف مؤسسات مالية على درجة عالية من التخصص والكفاءة والخبرة ولعل من أهمها شـركة ستاندرد أند بور Standard and Poor's Corporation (S&P) التي تصنف السـندات فـي (٩) رتب تبدأ بـ AAA وتنتهي بـ D، وبشكل عام فإن هذه السندات تتميز عن السـندات الحكوميـة بارتفاع العائد عليها لكونها تصدر بمعدلات فائدة عالية، بالمقارنة مع السندات الحكوميـة، ويرجـع ارتفاع هذا العائد نظراً لارتفاع درجة المخاطرة المرتبطة بها.

٢. أنواع السندات حسب مدة الاستحقاق:

تعتبر السندات – بشكل عام – أداة دين طويلة الأجل، ولكن لا يوجد حد فاصل بينها من حيث فترة استحقاقها، فبعضهم يصنفها كسندات قصيرة الأجل، وسندات طويلة الأجل، وبعضـهم الأخـر يصنفها إلى ثلاثة أقسام طويلة الأجل ومتوسطة الأجل وقصيرة الأجل:

أ. سندات قصيرة الأجل:

وهي تلك السندات التي تستحق خلال عام واحد فقط، وفي الغالب تستحق خلال فترة تتـراوح بين ٣٠-٩٠ يوما، ومن أبرز الأمثلة عليها ما يسمى بأذونات الخزينة Treasury bills (TB) التـي يصدرها البنك المركزي في الدولة، وتصدر على أسـاس الخصم، وليس على أساس العائد. وتمتـاز هذه الأداة بانخفاض درجة المخاطرة المرتبطة بها وبسهولة تداولها وبالتالي ارتفاع درجة سيولتها.

ب. سندات متوسطة الأجل:

لا يوجد إجماع حول مدة استحقاق هذه السندات، إلا أن العرف جرى على اعتبـار السـندات التي تستحق خلال الفترة التي تزيد عن السنة الواحدة وتقل عن سبع أو عشرة سـنوات علـى أنهـا متوسطة الأجل، وتتصف بارتفاع معدل العائد الذي تحمله بالمقارنة مع السـندات قصـيرة الأجـل، لارتفاع درجة المخاطرة المرتبطة بها؛ بسبب عدة عوامل، أهمها مخاطر تاريخ الاستحقاق والتضخم وغيرها.

ج. سندات طويلة الأجل:

وهي السندات التي تستحق خلال فترة تزيد عن (١٠) سنوات وقد تصل الفترة إلى عشـرات السنين، وأهم ما يميزها ارتفاع معدل الفائدة عليها.

د. السندات الدائمة (Consol):

وهي عبارة عن سندات ليس لها تاريخ استحقاق، ويرجع تاريخ هذه السندات إلى العام ١٨١٥ عندما أصدرتها الحكومة البريطانية، لتمويل ديون سابقة وسدادها أصدرتها الحكومة آنذاك، ويحصل حامل هذا النوع من السندات على مبلغ فائدة سنوي ثابت ولمدة طويلة جدا.

أنواع السندات حسب الضمان:

١. سندات مضمونة برهن أصول Secured Bonds

وهي السندات التي تصدرها الشركة المساهمة، وتقدم ضمانا لحملة هذه السندات يتمثل ببعض ممتلكات الشركة سواء المنقولة كالأوراق المالية بأنواعها، أم غير المنقولة وهي الأكثر شيوعاً كالأراضي، والمباني، والآلات وغيرها، وعليه فإذا عجزت الشركة المصدرة للسندات عن تسديد أي من أصل القرض أو أقساط القرض أو مبلغ الفائدة في مواعيد استحقاقها يمكن لحملة هذه السندات الحجز على هذه الأصول المرهونة والعمل على بيعها وتحصيل حقوقهم قبل أي جهة أخرى، سواء من دائني الشركة أم من مساهميها.

وهنا قد يكون الرهن مفتوحاً أو مغلقاً، فإذا كان الرهن مفتوحا يحق للشركة المصدرة للسندات إعادة رهن هذه الأصول لضمان إصدارات سندات أخرى قبل انتهاء مدة الرهن الأول، أما إذا كان الرهن من النوع المغلق فلا يحق للشركة المصدرة للسندات استخدام نفس هذه الأصول لضمان إصدارات أخرى قبل انتهاء مدة الرهن الأولى، وفي بعض الحالات تقوم جهات أخرى بضمان السندات التي تصدرها الشركة كقيام البنك المركزي بضمان إصدار سندات لإحدى الشركات التي تمتلك الحكومة حصة فيها.

٢. السندات غير المضمونة Unsecured Bonds

ويطلق عليها السندات العادية Debentures، وتصدر هذه السندات بضمان المركز الائتماني للشركة وتعهدها بالدفع، وفي الغالب يقوم بإصدار هذا النوع من السندات الشركات المالية التي تتمتع بمركز ائتماني قوي ودرجة تصنيف متقدمة، وقد تصدر هذه السندات بعدة أشكال، فهناك سندات غير مضمونة من الدرجة الأولى، وسندات غير مضمونة من الدرجة الثانية، ويتمتع حملة السندات غير المضمونة من الدرجة الأولى بأولوية حصولهم على حقوقهم قبل بقية دائني الشركة وحملة الأسهم بها، وتجدر الإشارة هنا إلى أن أسعار الفائدة على السندات المضمونة تكون أقل منها بالنسبة للسندات غير المضمونة؛ بسبب انخفاض درجة المخاطرة المرتبطة بها.

أنواع السندات من حيث قابليتها للتحويل:

تعتبر قابلية السند للتحويل إحدى أهم مزايا السند لكل من الشركة المصدرة وحامل السند، ويقصد بالقابلية للتحويل: تحويل السند إلى عدد معين من الأسهم العادية، وعليه تقسم السندات طبقا لإمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إلى سندات قابلة للتحويل وسندات غير قابلة للتحويل.

السندات القابلة للتحويل: (Convertible Bonds)

وهي السندات التي يعطي عقد إصدارها حامل السند حق تحويل سنداته إلى اسهم عادية خلال فترة معينة وحسب نسبة معينة (Conversion Ratio) أو سعر معين يسمى سعر الاستبدال أو التحويل (Conversion Price)، وتوفر هذه السندات مزايا عدة أهمها:

أ. يترتب على ميزة التحويل هذه من جهة نظر الشركة انخفاض معدل الفائدة التي يحملها هذا السند بالمقارنة مع أنواع السندات الأخرى، الأمر الذي يجعل تكلفتها منخفضة نسبياً.

ب. يجنب هذا النوع من السندات حملة السندات المخاطر السلبية للسندات، كأداة استثمار في أوقات التضخم، بسبب تآكل الفوائد الثابتة التي يعطيها السند، إذ يكون من مصلحة حامل السند تحويل السندات التي يمتلكها إلى أسهم.

ج. يترتب على تحويل السندات ذات التكلفة الدورية الثابتة انخفاض نسب الرفع المالي في الشركة ونسب خدمة الدين الأمر الذي يترتب علية انخفاض المخاطرة المالية أو ما يسمى بمخاطرة الشركة، وهذا من شأنه تخفيض معدل العائد الذي يطلبه حملة الأسهم العادية، وبالتالي انخفاض تكلفة الأسهم العادية، الأمر الذي من شأنه انخفاض المعدل الموزون لتكلفة رأس المال (WACC). الذي سندرسة بشيء من التفصيل.

ومن جهة أخرى لا بد من الإشارة إلى أن عملية التحويل يترتب عليها بعض العيوب من أبرزها مخاطر انخفاض ربحية السهم (Dilution)، بسبب زيادة عدد الأسهم العادية بالشركة، وما يصاحبه من انخفاض القيمة السوقية للأسهم العادية، مما يؤثر على مصلحة المساهمين القدامى.

إن عدم تضمين عقد قرض السندات بميزة القابلية للتحويل يجعل هذه السندات غير قابلة للتحويل، وبالتالي لا يحق لحملة هذه السندات تحويلها إلى أسهم عادية، فلا بد من الإشارة هنا إلى أن معدلات الفائدة على هذا النوع من السندات تكون أعلى من السندات القابلة للتحويل، أما فيما يتعلق بالحقوق والواجبات فيتمتع حملة هذين النوعين من السندات بنفس الحقوق، ونفس الضمانات وأولوية الدفع في حال تصفية الشركة.

أنواع السندات من حيث القابلية للاستدعاء:

- السندات القابلة للاستدعاء Callable Bonds
- السندات غير القابلة للاستدعاء Uncallable Bonds

للسند – بشكل عام – تاريخ استحقاق على الشركة المصدرة له تسدد قيمته في هذا التاريخ، ولكن قد ينص عقد الإصدار على حق الشركة في تسديد قيمة السند قبل حلول موعد الاستحقاق؛ وذلك في الوقت الذي تراه مناسبا، ويوفر هذا النوع من السندات ميزة هامة للشركة عندما تسود ظروف اقتصادية يترتب عليها انخفاض معدلات الفائدة في السوق حينئذ تقوم الشركة المصدرة لهذه السندات باستدعاء أصحابها ورد قيمة السندات (التي تكون قد تم إصدارها سابقا وفي فترة كانت فيها

معدلات الفائدة مرتفعة) وما يستحق عليها من فوائد، ثم يتبع ذلك قيام الشركة بإصدار سندات جديدة بديلة، وبمعدلات فائدة مقاربة للمعدلات الحالية في السوق التي تكون منخفضة، وهذا لا يتحقق إلا إذا كانت السندات المصدرة سابقا تحمل شرطاً في عقد الإصدار يشير إلى إمكانية استدعائها قبل تاريخ الاستحقاق، وقد تمارس الشركة هذا الحق كذلك في حال تحسن موارد الشركة المالية وتوفر سيولة ملائمة، فتقوم برد قيمة السندات المصدرة، وتجنب استمرار دفع فوائد دورية ثابتة.

إن قرار استدعاء السندات يترتب عليه تعويض حامل السند الذي تم استدعاؤه، وبالتالي تقوم الشركة بتحديد قيمة (سعر) استدعاء للسند تكون أعلى من القيمة الاسمية له، ويسمى الفرق بين القيمة الاسمية للسند وسعر الاستدعاء علاوة الاستدعاء، ومن جهة أخرى تكون معدلات الفائدة على السندات القابلة للاستدعاء أعلى من مثيلاتها غير القابلة للاستدعاء؛ بسبب المخاطر التي تصاحب استدعاء السند والمتمثلة بعدم الحصول على ذلك العائد الدوري الثابت الذي يكون في الغالب أعلى من العائد على السندات المماثلة والمصدرة حديثاً.

أنواع السندات بالنسبة لمعدلات الفائدة

يمكن تصنيف السندات بالنسبة لمعدلات الفائدة عليها إلى اربعة أشكال للسندات، فهناك السندات التي تحمل معدل فائدة ثابتاً، والسندات التي تحمل معدل فائدة متغيراً، وهناك السندات التي لا تحمل معدل فائدة نهائياً، وأخيراً هناك سندات الدخل.

١. السندات ذات معدلات الفائدة الثابتة Fixed Interest Rate Bonds

يعتبر هذا النوع من السندات من أقدم أنواع السندات، (إذ طبقا لعقد قرض السندات) يحصل حامل السند على معدل فائدة محدد في عقد السند وغير قابل للتغيير بغض النظر عن معدلات الفائدة السائدة في السوق.

٢. السندات ذات معدلات الفائدة المتغيرة Floating Interest Rate

نتيجة للتقلبات في معدلات الفائدة في العالم وخاصة في فترات التضخم التي سادت العالم في أواخر السبعينيات، ونظرا للمآخذ التي اتصفت بها السندات ذات معدلات الفائدة الثابتة، وما أعقب ذلك من إلحاق خسائر رأسمالية بحملة السندات نتيجة انخفاض القيمة السوقية لهذه السندات، تم اللجوء إلى إصدار نوع جديد من السندات تحمل معدلات فائدة متغيرة أو عائمة. وقد تأخذ طريقة احتساب هذا النوع من الفوائد عدة أشكال، فقد يحدد مثلا معدل فائدة أساسي لهذه السندات يستمر العمل به لمدة معينة (ستة أشهر مثلا) على أن يعاد النظر به دوريا كل ثلاثة ، أو ستة أشهر؛ ليتلاءم ومعدلات الفائدة السائدة في السوق.

وفي بعض الحالات يتم ربط الفائدة على هذا النوع من السندات ببعض المؤشرات الاقتصادية أو المالية، كأن يتم مثلا ربط معدل الفائدة على السند بمعدل الفائدة المعروض من قبل البنوك في لندن

أو ما يسمى بـــ ليبور London Inter Bank Offered Rate (LIBOR) والمستخدم في العديـــد من الدول في العالم، فمثلا يكون معدل الفائدة العائم مساويا لسعر التعامل بين بنوك لندن مضافا إليه رقما معينا، وفي الولايات المتحدة كذلك، ويتم ربط معدل الفائدة لهذا النوع من السندات بما يســـمى بمعدل الفائدة الأساسي Prime Rate وهو عبارة عن معدل الفائدة الذي تتعامل به البنوك الأمريكيـــة مع أحسن زبائنها.

٣. السندات الصفرية Zero Coupon Bonds

هي عبارة عن سندات لا تحمل فائدة، ويتم بيعها على أساس الخصم،وفي العادة يتم احتســـاب الخصم بالاستعانة بمعدل أسعار الفائدة السائدة في السوق، وبالتالي يستفيد حامل السند من الفرق بين السعر في تاريخ الشراء والقيمة الاسمية بتاريخ الاستحقاق، وعليه يتناسب مبلغ الخصم طرديـــاً مـــع طول الفترة الباقية لتاريخ استحقاق السند، حتى يصبح مبلغ الخصم مســـاويا للصـــفر فـــي تـــاريخ الاستحقاق.

فمثلاً إذا اشترى أحد الأشخاص سنداً أصدرته إحدى الشركات بقيمة اسمية قدرها ١٠٠٠ دينار ويستحق بعد مرور خمس سنوات، وكان سعر الفائدة السائد في السوق ٦%. أوجد سعر إصدار السند ؟

الحل:

يتم حل السؤال بالاعتماد على مفهوم القيمة الحالية للنقود، وعليه فان ســـعر إصـــدار الســـند يساوي قيمة السند بتاريخ الاستحقاق ÷ معامل القيمة الحالية لمبلغ يستحق بعد خمس ســـنوات عنـــد معدل خصم مقداره ٦%. وبالتالي فان سعر إصدار السند = ١٠٠٠ ÷ ٠.٧٤٧٣= ٧٤٧.٣ دينـــار.أو باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{قيمة السند} = \frac{١٠٠٠}{(١+٦\%)^{٥}} = ٧٤٧.٣$$

٤. سندات الدخل Income Bonds

وهي عبارة عن سندات تخول مالكها الحصول على الفوائد في حالة تحقيق الشـــركة أربـــاح، وفي حالة عدم تحقيق الأرباح لا يجوز لحملتها المطالبة بالفوائد، وبعض الحالات قـــد يـــنص عقـــد إصدار هذه السندات على بعض الشروط، كحصول حامل السند على أرباح عن سنوات لم تحقق فيها الشركة أرباحاً (Cumulative). وقد ينص العقد كذلك على ضرورة قيام الشـــركة المصـــدرة لهـــا بتكوين احتياطي خاص من الأرباح لسداد قيمتها في تاريخ الاستحقاق (Sinking Fund).

أنواع أخرى من السندات

بالإضافة للأنواع السابقة للسندات يوجد هناك العديد من الأدوات التمويلية التـــي يـــتم خلقهـــا وابتكارها بشكل متسارع، وبخاصة في مجال أدوات الاقتراض، ومن الأمثلة على هذه الأدوات مـــا

يسمى بالسندات الرديئة Junk Bonds أو منخفضة الجودة التي تزايد استخدامها منذ الثمانينيات، وهي عبارة عن سندات قامت العديد من إدارات الشركات المساهمة بإصدارها واستخدام حصيلتها في شراء اسهم الشركة المتداولة في السوق المالي، الأمر الذي رفع درجة المخاطرة في هذه السندات، بسبب ارتفاع ما يسمى بالمخاطرة المالية مما يتطلب رفع معدل العائد عليها، لتعويض المستثمر فيها عن هذه المخاطر.

وبشكل عام يصنف هذا النوع من السندات بأنه دون المستوى المطلوب والمرغوب الاستثمار به من قبل مؤسسات تدريج وتصنيف السندات، وتشير العديد من الدراسات الميدانية إلى تزايد استخدام هذا النوع من السندات، ففي الوقت الذي بلغت فيه القيمة الاسمية للسندات التي تم إصدارها في الولايات المتحدة الأمريكية ٦٠ مليون دولار في العام ١٩٨٥، ارتفع هذا الرقم إلى ٢١٠ مليون دولار في العام ١٩٩١ (انظر: Altman E. 1992). ويشير نفس المصدر كذلك إلى أن معدل التوقف عن سداد هذه السندات Default Rate بلغ حوالي ١.٥% في العام ١٩٨٥ إذ ارتفع هذا المعدل إلى ٩% في العام ١٩٩١.

أهم العوامل التي تؤخذ بعين الاعتبار لاختيار مصدر التمويل المناسب؟

هل الاقتراض مفيد؟ هل الاقتراض مؤذٍ؟ يجب التأكيد على أن الاقتراض يترتب علية دفع التزامات ثابتة (الفوائد وأقساط القروض) في مواعيد محددة، وأن عجز المشروع عن تسديدها في المواعيد المحددة يهدد بقاء المشروع واستمراره، ويمكن الحجز على ممتلكاته وبالتالي تصفيته، ومن جهة أخرى لا بد من الإشارة إلى أن الاعتماد على الاقتراض بشكل مدروس بالكمية والوقت المناسبين يؤدي إلى تحقيق منافع للمشروع وتحقيق أرباح، وهذا ما يعرف في أدبيات التمويل بالرفع المالي Financial Leverage، أي تعظيم أرباح المشروع باستخدام أموال المودعين.

تشير تجارب العديد من المشاريع إلى عدم وجود أجوبة كاملة للأسئلة السابقة، وإنما تشير الدراسات الميدانية والتجارب إلى وجود العديد من العوامل التي تحدد وتحكم المدى الذي يمكن أن يذهب إليه المشروع في اعتماده على الاقتراض في التمويل ومن هذه العوامل:

١. طبيعة عمل المشروع:Nature of Industry

إن طبيعة عمل المشروع والمجال الذي يعمل به يؤثر بشكل كبير على قدرة المشروع على الاقتراض، فالمشاريع التي تعمل بظروف تنافسية، و تتصف بعدم استقرار أرباحها، لا يفضل لها الاعتماد على الاقتراض أو التوسع فيه. أما بالنسبة للمشاريع التي تعمل بشكل احتكاري أو في موقع تنافسي قوي، و تتصف باستقرار أرباحها فإن الاقتراض لا يشكل خطورة عليها، لأنها تكون متأكدة من أن أرباحها كافية لتغطية تكاليف الاقتراض (الفوائد).

لذلك نجد أن المشاريع والشركات التي تعمل في مجال المنافع والخدمات الأساسية تمتاز

بأفضلية جدوى وعدم وجود مخاطرة؛ بسبب اعتمادها على القروض بكافة أشكالها في تمويل عملياتها.

ومن جهة أخرى نجد أن الشركات التي لا يمتاز هيكل استثماراتها بالتنويع Diversification لا يفضل لها الاعتماد على الاقتراض في تمويل هذه الاستثمارات، نظرا لارتفاع ما يسمى بالمخاطرة التشغيلية لها، وعلى العكس نجد أن الشركات التي تتصف بتنوع مصادر إيراداتها يكون الاقتراض بديل تمويلي ملائم لها، وفي هذا السياق تشير العديد من الدراسات الميدانية (أنظر على سبيل المثال Kester1986, Long and Maliz 1985, Bradley et al. 1984) التي فحصت كمية الاقتراض المستخدمة في العديد من الشركات وتنتمي للعديد من الصناعات المختلفة خلصت إلى ما يلي:

أ. ارتفاع كمية الاقتراض في صناعات المنافع كالمياه والكهرباء، والغاز والتليفونات والصلب والمطاط والشحن.

ب. انخفاض كمية الاقتراض في الشركات التي تعمل في صناعات الأدوية، والإلكترونيات، والكمبيوتر، استخراج البترول، الأغذية، النشر، وصناعات الأجهزة والمناجم.

جـ. كانت كمية الاقتراض متوسطة في الشركات التي تنتمي إلى قطاعات الإنشاءات، تكرير البترول، الكيماويات، الورق، قطع الغيار والألبسة.

٢. هيكل أصول المشروع Assets Structure

ما هو الضمان الأساسي للمقرض حينما يقوم بإقراض المشروع؟

إن القرض يكون مضموناً في حال كون المشروع لديه كمية كبيرة من الأصول الملموسة التي يمكن للبنك بيعها في حالة عجز المشروع عن سداد التزاماته للبنك، أو في حالة تصفيته (العسر المالي).

وبالتالي نجد أن المشاريع التي تحتوي موجوداتها على نسبة كبيرة من الأصول الثابتة الملموسة يمكن لها أن تقترض بسهولة وبشروط إقراض ليست قاسية (معدل الفائدة والشروط والقيود التي قد يفرضها البنك في عقد القرض)، أما الشركات أو المشاريع التي ليس لديها أصول ثابتة، أو يحتوي هيكل أصولها على نسبة قليلة من هذه الأصول فتتصف بعدم قدرتها على الاقتراض، وتواجه صعوبات كبيرة عند محاولتها الحصول على القرض بالإضافة إلى ارتفاع تكاليف الاقتراض بالنسبة لها كشركات الخدمات؛ لأن هذه الشركات ليس لديها ما تضمن به حقوق المقرض في حالة عجزها عن سداد القروض.

٣. حجم المشروع Size Of The Company

كلما صغر حجم المشروع كان عليه الاعتماد على أمواله الذاتية لتمويل عملياته؛ لأن صغر المشروع يواجه صعوبات في الحصول على قروض، وإن استطاع فبتكاليف باهظة وشروط قاسية، و

يكون في مركز تفاوضي ضعيف، بعكس المشاريع والمنشآت الكبيرة التي تتصف بقوة مركزها التفاوضي؛ بسبب قدرتها على الحصول على التمويل من عدة مصادر مختلفة، إذ تستطيع الشركات المساهمة مثلاً التوجه للبنوك أو إصدار السندات للحصول على القروض.

٤. الهدف من التمويل Purpose of Financing

إذا كان الهدف من التمويل شراء أصول إنتاجية أو الدخول في استثمارات فبإمكان المشروع الاقتراض؛ بسبب تمكنه من تسديد الالتزامات المترتبة عليه من الايرادات المتولدة من هذه الأصول أو الاستثمارات، بينما إذا كانت الأموال لازمة لتمويل أهداف غير منتجة كبناء كافتيريا للعاملين أو مدرسة لأبناء العاملين فيجب على المشروع الحصول على هذه الأموال من مصادر أخرى غير الاقتراض.

٥. استقرار الأرباح Earnings Stability

كلما زادت أرباح المشروع –سواء في أوقات الكساد أم الانتعاش– زادت فرص المشروع في توليد تدفقات نقدية تمكنه من دفع ديونه (الفوائد والأقساط)، وبالتالي اتسمت مبيعات المشروع بالاستقرار وكان ذلك حافزاً على التمويل بالاقتراض، إذ يمكنها أن تخطط بدقة لسداد أصل القرض والفوائد في المواعيد المحددة ، فتوفر هذا العامل يقلل المخاطرة المالية للمشروع، وتزيد من قوته على المساومة والتفاوض مع البنك للحصول على قرض، أما إذا اتسمت المبيعات بعدم الاستقرار والتقلب فعلى المشروع الاعتماد بدرجة أقل على الاقتراض.

٦. الوضع الاقتصادي/الدورة الاقتصادية Economic Conditions/Cycle

لا ينصح بتاتاً للمشروع بالاقتراض في أوقات الكساد، وعلى العكس ينصح بالاقتراض في أوقات الانتعاش الاقتصادي.

٧. الضرائب Taxation

كما هو معروف فان فوائد الاقتراض هي مصروف خاضع للضريبة وبالتالي ينجم عنها ما يسمى في علم التمويل بالوفر الضريبي (الدرع الضريبي)، لذا فان التمويل بالاقتراض ينجم عنه تخفيض العبء الضريبي، ويقلل من الضريبة المدفوعة، وهذا يمثل ميزة للاقتراض، وبخاصة للشركات التي تمتاز بارتفاع مستوى أرباحهما وبالتالي تخضع لمعدلات ضريبة عالية.

٨. مرونة الطلب على منتجات المشروع Demand Elasticity

إذا كان المشروع يتعامل بمنتجات تتصف بارتفاع درجة مرونة الطلب عليها علماً بأن من الخطورة – الاعتماد على الاقتراض في تمويل استثماراته، إذ أن أي ارتفاع في أسعار بيع هذه السلع سيترتب عليه انخفاض أكبر في الطلب على منتجاته، وبالتالي يتأثر سلبيا حجم مبيعاته مما ينعكس على ايراداته، وعليه تنعكس هذه الأمور سلبيا على تدفقاته النقدية الداخلة، وتضعف قدرة المشروع على سداد التزاماته المالية الناجمة عن الاقتراض، الأمر الذي قد يدفع المشروع إلى حافة الإفلاس أو

التصفية، نتيجة عجزه عن سداد هذه الالتزامات المتمثلة بالفوائد والأقساط.

٩. مستويات الأرباح Levels of Earnings

يحقق الاقتراض مزايا ملموسة للشركات (ذات معدلات النمو المرتفع) وبالتالي مستويات الأرباح العالية، فكلما زادت القوة الإيرادية للشركة كان من الأفضل لها الاعتماد على الاقتراض كمصدر تمويلي، ومن جهة أخرى لا بد أن نشير إلى أن ارتفاع مستوى أرباح الشركة يمكنها من احتجاز كميات كبيرة من الأرباح، مما يقلل من اعتمادها على أموال الغير كمصدر للتمويل، بسبب تفضيل العديد من الشركات لهذا المصدر التمويلي (الأرباح المحتجزة) مقارنة بمصادر التمويل الأخرى، وعليه فان الأمر هنا يعتمد على وجهة نظر وموقف الادارة المالية للشركة من مدى إمكانية الاستفادة والمقارنة بين هذين النوعين من التمويل.

١٠. مدى تشتت- أو تركيز- الملكية في الشركة Ownership Concentration

كلما كان عدد مساهمي الشركة يتصف بالصغر – أي تركيز ملكية الشركة بيد عدد صغير من المساهمين – ساعد ذلك إدارة الشركة على الاقتراض كمصدر تمويلي نظرا لما لمصادر التمويل الأخرى وبخاصة التمويل من خلال أدوات الملكية، وعلى رأسها إصدار اسهم جديدة مساوئ ملموسة تتمثل بما يسمى بالأثر التخفيضي للملكية.

المؤسسات المالية:

تعتبر المؤسسات المالية وسيلة أساسية لانتقال الأموال من المدخرين إلى الوحدات الاقتصادية والحكومية التي تحتاج إلى هذه المدخرات، و تمتاز المؤسسات المالية عن غيرها من المؤسسات في كون استثماراتها استثمارات مالية بشكل أساسي؛ لذلك عند النظر إلى جانب الأصول في قائمة المركز المالي لأي مؤسسة مالية سنجد أن معظم أصولها هي أصول مالية على شكل أوراق مالية من أسهم أو سندات أو غيرها، أو على شكل قروض مباشرة مقدمة لتلك الجهات التي تحتاج إلى الأموال.

أما مصادر تمويل هذه المؤسسات فقد تكون من خلال إصدار الأسهم والسندات أو الحصول على قروض من مؤسسات مالية أخرى، و قد تكون على شكل ودائع كما في البنوك التجارية، ومع أن هذه المؤسسات تشكل حلقة وصل بين المقترضين والمقرضين كما أسلفنا إلا أن العلاقة بين هؤلاء المقرضين والمقترضين هي علاقة غير مباشرة إذ أن علاقة كل طرف منهما ستكون فقط مع المؤسسة المالية وليس مع الطرف الآخر.

وفي الاقتصاديات المتقدمة هناك مجموعة من المؤسسات المالية التي تقدم مختلف الخدمات وفي الفترة الأخيرة بدأت تزول الفوارق بين هذه المؤسسات، وأصبح بعضها يقدم الخدمات التي كانت

حكرا على غيرها من قبل ، فمثلا أصبحنا نرى البنوك التي تقـدم الخـدمات التأمينيـة، وخـدمات السمسرة في أسواق الأوراق المالية الا أنه ما زال هناك مؤسسات مالية مختلفة يمكن أن نميزها عن بعضها.

وفيما يلي نبذة موجزة عن أهم هذه المؤسسات:

١. **البنوك التجارية (Commercial Banks):**

وهي أهم المؤسسات المالية، وتخدم المدخرين والمقترضين على اختلاف حاجاتهم، إذ أنها تقدم للمدخرين أنواعا مختلفة من حسابات الودائع الآجلة، بالإضافة إلى حسابات التوفير، وأخيرا الحسابات الجارية التي تعطي صاحبها الحق في استخدام الشيكات، ثم تقوم هذه البنوك بنقل هذه الأموال إلـى المقترضين وأنها تقدم أنواعاً متعددة و مختلفة من القروض، كما أنها قد تقوم بشراء بعـض الأوراق المالية كالأسهم والسندات لغرض الاستثمار، و تخدم البنوك التجارية كلا القطاعين العام والخـاص، وهي من أهم المؤسسات التي يعمل البنك المركزي من خلالها على التحكم في عرض النقـد تنفيـذا لسياسة نقدية معينة.

٢. **مؤسسات الادخار (Savings Institutions):**

وهي تشبه البنوك التجارية في كونها تمكن المدخرين من فتح حسابات متنوعة لاجـل ايـداع مدخراتهم، ولكنها في الأساس تجتذب المدخرين الأفراد وهم عادة من صغار المدخرين، أما استخدام هذه الأموال فيتم عادة بإقراضها لأغراض شراء عقارات سكنية، وهذا مـا يفرقهـا عـن البنـوك التجارية، وهناك فرق آخر في طبيعة ملكية هذه المؤسسات إذ أن جزء كبيرا منهـا غيـر مملـوك لمساهمين يملكون أسهماً في المؤسسة، و لكنه مملوك لأصحاب الودائع أنفسهم أي أن الأرباح توزع على أصحاب الودائع.

٣. **اتحادات الائتمان (Credit unions):**

وهي تختلف عن مؤسسات الادخار والبنوك التجارية في أمرين، الأول: أنها غير هادفة للربح، والثاني: أن تعاملها يكون فقط مع الأعضاء في الاتحاد، والذين يجمعهم عامل مشترك معـين كـأن يكونوا موظفين في نفس الشركة مثلا، أي أن الاتحاد يحصل على مدخرات الأعضاء ليعيد إقراضها إلى أعضاء آخرين، وبسبب هذه الخاصة فإن حجم هذه الاتحادات صغير إذا ما قورن بغيرهـا مـن المؤسسات المالية.

وتمتاز هذه الاتحادات بأنها أقل كلفة بالنسبة للمقترضين الأفراد من بين باقي أنواع المؤسسات المالية.

٤. **شركات التمويل (Finance Companies):**

ومعظم هذه الشركات تحصل على الأموال من خلال إصدار أوراق مالية، ثم تقوم بـإقراض

هذه الأموال للأفراد ولمنشآت الأعمال صغيرة الحجم.

٥. صناديق الاستثمار المشترك (Mutual Funds):

وهي شركات تحصل على الأموال من خلال إصدار أسهم أو حصص ملكية في الصندوق، ويمكن أيضا أن تحصل على بعض القروض، ثم تعيد استثمار هذه الأموال في شراء الأوراق المالية من اسهم و سندات وغيرها وهذه الصناديق تخدم صغار المستثمرين وتمكنهم من تنويع استثماراتهم لاجل تقليل المخاطر كما تمكنهم من الحصول على إدارة محترفة لاستثماراتهم مقابل تكلفة بسيطة نسبياً.

٦. صناديق التقاعد (Pension Funds):

تقوم معظم الشركات الكبيرة والمؤسسات الحكومية بتقديم خطط لتقاعد موظفيها، وهذه الخطط تشتمل على قيام الشركة بالمساهمة شهرياً أو كل فترة متفق عليها بدفع مبلغ معين عن كل موظف يعمل لديها، وقد يساهم الموظفون في الدفع أيضا، وتجمع الأموال في صندوق مخصص لدفع رواتب التقاعد لهم الذين في سن التقاعد، وعادة ما يشرف بنك تجاري أو شركة تأمين على إدارة الصندوق كما يمكن أن يكون للصندوق إدارة مستقلة من قبل العاملين المنتفعين من الصندوق.

تقوم صناديق التقاعد باستثمار الأموال في الأوراق المالية مثل السندات والأسهم وكذلك في الأصول الحقيقية كالعقارات والأراضي.

٧. شركات التأمين (Insurance Companies):

وهي شركات تمنح وثائق تأمين ضد مخاطر معينة، تدفع هذه الوثائق عند الوفاة أو المرض أو الحوادث ...الخ. وذلك حسب طبيعة الوثيقة وفي مقابل هذه الوثائق تحصل الشركة على أقساط التأمين، وتقوم باستخدام هذه الأقساط للاستثمار في الأسهم والسندات والعقارات وتقديم القروض طويلة الأجل أيضا.

٨. منشآت الأوراق المالية(Securities Firms):

وهذه المنشآت تسهل التعامل بالأوراق المالية من خلال تقديم بعض الخدمات (كما سنرى) و لا تقوم بدور مشابه لباقي المؤسسات المالية السابق ذكرها من حيث الإقراض، و الاقتراض (انتقال الأموال)، و من الخدمات التي تقدمها هذه المنشآت:

١. السمسرة: و تتضمن تنفيذ عمليات بيع وشراء الأوراق المالية لصالح العملاء وبناء على أوامرهم مقابل عمولة سمسرة.
٢. التغطية تقوم هذه المنشآت بمساعدة الشركات الأخرى على طرح أسهمها وأوراقها المالية الأخرى في السوق لأول مرة، وعادة ما تتضمن هذه المساعدة عملية تغطية الإصدار، بمعنى ضمان بيع الإصدار بسعر محدد بحيث يتحمل المغطي مخاطرة عدم بيع الإصدار بذلك السعر،

وتسمى المنشآت التي تقوم بهذا الدور بنوك الاستثمار.

٣. المتاجرة أو صناعة السوق لأوراق مالية معينة بمعنى بيع و شراء هذه الأوراق لأجل تحقيق الأرباح، مما يخلق سيولة عالية في سوق الأوراق المالية ويحد بالتالي من تقلبات الأسعار.

وهناك بعض المنشآت تقوم بجميع ما سبق، بالإضافة إلى إدارة بعض صناديق الاستثمار مثل مؤسسة ميرلنش، وهناك منشآت أخرى تقوم بجزء من هذه العمليات فقط.

٩. البنوك المتخصصة والإسلامية:

تلعب هذه المؤسسات دورا رياديا في عملية التنمية الاقتصادية في الدول، وتمتاز قروضها بطول فترة الأجل وفترة السماح عكس قروض البنوك التجارية، وبالتالي فان المشاريع باشكالها كافة تستفيد من هذه المؤسسات بعملية التمويل الرأسمالية، وبعض هذه المؤسسات يتخصص في القطاع الصناعي، وبعضها في القطاع الزراعي...الخ.

أسئلة مختلفة:

اختر الجواب الصحيح:

س١. في حالة اتجاه أسعار الفوائد نحو الارتفاع:

أ. ترتفع أسعار المستندات والأسهم الممتازة.

ب. تنخفض أسعار الأسهم الممتازة.

ج. تنخفض أسعار السندات طويلة الأجل أما قصيرة الأجل فلا تتأثر.

د. لا علاقة بين أسعار الفوائد وأسعار الأوراق المالية.

س٢. حقوق المساهمين العاديين مقسوماً على عدد الأسهم العادية القائمة تسمى:

أ. القيمة الأسمية للسهم.

ب. القيمة السوقية للسهم.

ج. القيمة الاقتصادية للسهم.

د. القيمة الدفترية للسهم.

س٣. عند القيام بتصفية إحدى الشركات المساهمة العامة فإن حملة الأسهم العادية سيحصلون على:

أ. القيمة الدفترية للسهم.

ب. القيمة الأسمية للسهم.

ج. القيمة السوقية للسهم.

د. جميع ما ذكر خطأ.

س٤. في حالة اتجاه أسعار الفائدة في السوق نحو الارتفاع فان قيمة السند الاسمية تتجه نحو:

أ. الارتفاع.

ب. الانخفاض.

ج. الاستقرار.

د. جميع ما ذكر خطأ.

س٥. من حقوق حملة السندات:

أ. الحق في التصويت.

ب. المشاركة في الأرباح.

ج. المشاركة في موجودات الشركة في حالة تصفيتها.

د. جميع ما ذكر خطأ.

س٦. أي العبارات التالية صحيحة:

أ. الدائنون يشتركون في إدارة الشركة ولا أحد يمنعهم من تقييد نشاط إدارة الشركة .

ب. الاستئجار بكافة أنواعه أحد أشكال التمويل قصيرة الأجل.

ج. العلاقة بين الأرباح المحجوزة والقيمة الدفترية للسهم علاقة طردية.
د. يقتصر إصدار السندات على الشركات المساهمة العامة فقط.
ه. السندات أداة دين وثابتة الدخل ومحدودة الأجل ولكنها غير قابلة للتداول.

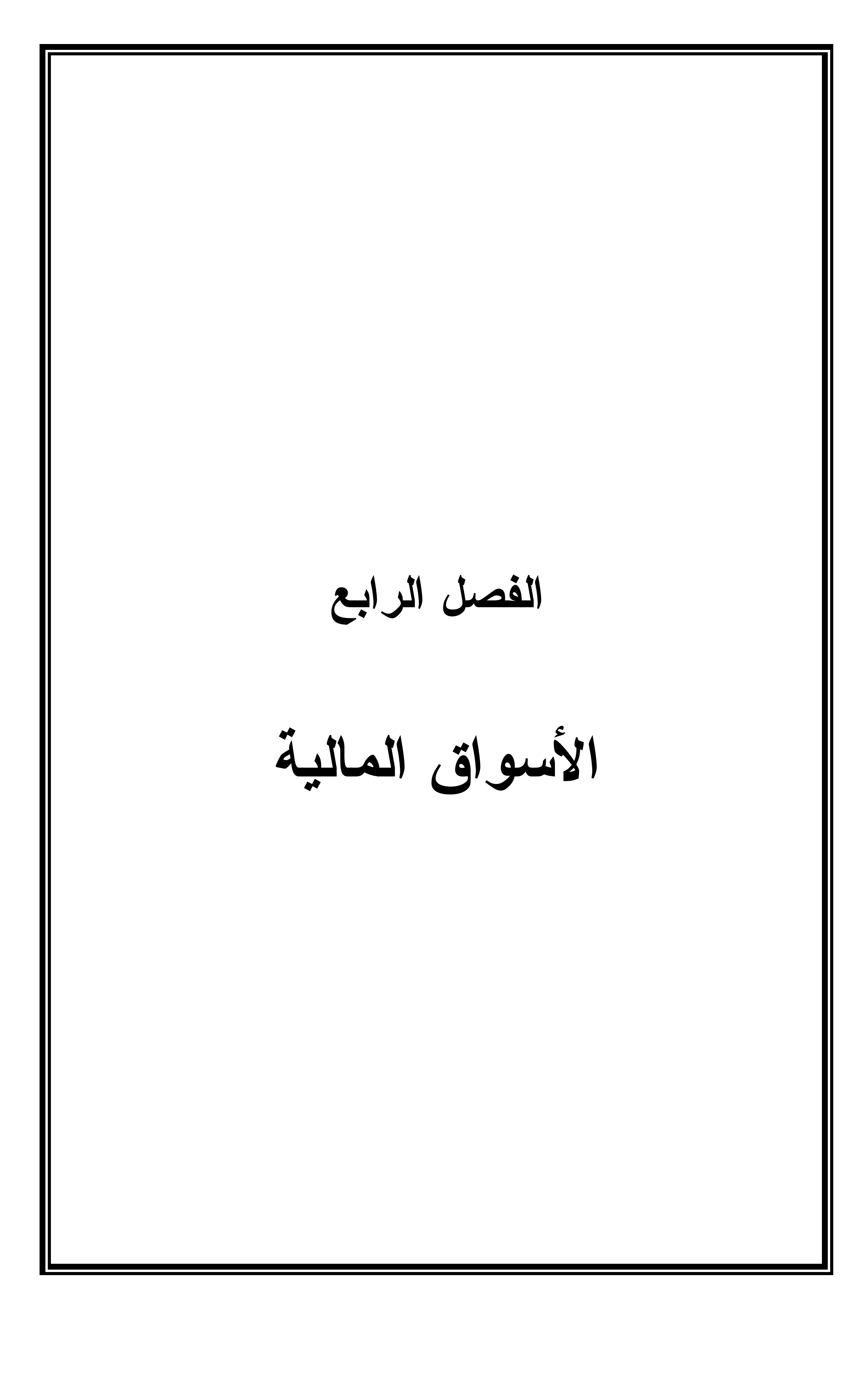
س٧. اشترت إحدى الشركات بضاعة بمبلغ ٥١٠٠دينار، و بشروط ٢/١٠ صافي ٦٠ فان تكلفة عدم الاستفادة من هذا الخصم كنسبة مئوية سنوية تساوي (السنة ٣٦٠يوم):
أ. ٥% تقريبا.
ب. ٥.٢% تقريبا.
ج. ٢٧% تقريبا.
د. ٤٧% تقريبا.

س٨. اقترض شخص مبلغ ٣٠٠٠ دينار من البنك لمدة سنة واحدة بسعر فائدة ١٥.٥% تخصم مقدما عند الحصول على القرض، فان تكلفة القرض الحقيقية هي:
أ. ١٥%.
ب. ٦٥.١٥%.
ج. ١٧.٦٥%.
د. ١٣%.

س٩. أي من الآتية من شأنها تخفيض تكلفة الائتمان التجاري:
أ. قصر الفترة الممتدة ما بين نهاية مدة الخصم و تاريخ استحقاق الدين.
ب. طول الفترة الممتدة ما بين نهاية مدة الخصم و تاريخ استحقاق الدين.
ج. ارتفاع نسبة الخصم النقدي الممنوح.
د. جميع ما ذكر خطأ.

س١٠. من عيوب الأسهم العادية كمصدر تمويلي من وجهة نظر الشركة:
أ. تشكل التزاماً مالياً ثابتاً على الشركة.
ب. تلتزم الشركة بتسديدها بتاريخ الاستحقاق.
ج. تقيد قدرة الشركة على الاقتراض بسبب ارتفاع درجة المخاطرة المالية المرتبطة بها.
د. جميع ما ذكر خطأ.

س١١. زيادة اعتماد الشركة على التمويل بالدين يؤدي إلى:
أ. ازدياد هامش الأمان.
ب. انخفاض هامش الأمان.
ج. ثبات هامش الأمان.
د. لا علاقة لطريقة التمويل بهامش الأمان.



الفصل الرابع

الأسواق المالية

الفصل الرابع

الأسواق المالية

Financial Markets

نشأت البورصات بسبب تطور التجارة في المجالات المختلفة، إذ وجد التجار في القرون الوسطى فوائد من اعتماد وسائط الائتمان من سحوبات وسندات إذنيه وغيرها، ويمكن إرجاع نشوء سوق الأوراق المالية في فرنسا مثلا إلى القرن الثالث عشر، إذ أوجد ملك فرنسا في ذلك الوقت مهنة سماسرة الصرف، وفي الوقت نفسه كان التجار في بلجيكا يجتمعون ليتبادلوا الصفقات التجارية أمام قصر عائله بورسيه (vander Bourse)، وقد أخذت كلمة بورصة من اسم العائلة صاحبه القصر، وراحت تطلق على سوق تداول الأوراق المالية.

وبسبب التطور الاقتصادي في بلدان أخرى مثل بريطانيا والدانمارك وهولندا ظهرت أسواق لتداول الأوراق المالية فيها، لذلك نلاحظ أن تطور بورصات الأوراق المالية في العالم كان نتيجة طبيعيه للنمو الاقتصادي، فبورصة نيويورك – مثلا – قامت بجانب الحائط الذي كان يجتمع خلفه المستوطنون الهولنديون للعناية بمحاصيلهم ومواشيهم، وفي منتصف عام ١٧٩٢ اتفق عند الحائط المذكور ٢٤ شخصا من الذين كانوا يتاجرون بالأسهم والسندات على أن ينظموا اجتماعاتهم بحيث تكون ضمن ساعات معينه، وكان هذا الاتفاق هو بداية تنظيم أكبر بورصة في العالم، وهي بورصة نيويورك والتي تسمى بشارع الحائط (Wall Street).

من العرض السابق يمكن تعريف السوق المالي على انه (سوق يتم فيه تبادل الأصول المالية ومشتقاتهما بيعاً وشراءً، إذ يتم في معظم دول العالم تأسيس أسواق مالية رسمية منظمة وظيفتها ايجاد وتطوير الأصول المالية وتنظيم عمليات تبادلها).

الشروط الأساسية لتكوين السوق المالي:

يمكن إجمال الشروط الأساسية لتكوين السوق المالي بما يلي:

١. زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة؛ لأن هذه المؤسسات تساعد على زيادة المدخرات وتشجيع عمليات الاستثمار وتنميتها، عن طريق لعب دور الوسيط بين من يملك المال ولا يرغب بالاستثمار، ومن لا يملك المال ويرغب بالاستثمار، وهذه العملية تشجع على تكوين الشركات المساهمة العامة التي يتم تداول أسهمها في السوق المالي.

٢. إنشاء بورصات للأوراق المالية، وانشاؤها يشكل ركنا أساسيا من أركان السوق المالي، وتعتبر هذه البورصات من أجهزه الادخار والاستثمار الهامه في الدول، والتي تقوم بتحويل الأموال المدخرة إلى أموال مستثمره في مشروعات قائمة أو في طور التكوين.

٣. وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي.

٤. ضرورة وجود الأنظمه والقوانين التي تنظم عمل السوق المالي.

مكونات السوق المالي

يتكون السوق المالي من:

أ. الجهاز المصرفي: ويتكون من البنوك التجارية والمتخصصة والبنك المركزي،إذ يتم من خلال مؤسسات الجهاز المصرفي تحريك مبالغ كبيرة من الأرصدة قصيرة الأجل خلال مدة محدودة لمواجهة الطلب عليها، ويعتبر الجهاز المصرفي ركناً أساسياً من أركان السوق النقدي الذي يتخصص بالأدوات المالية قصيرة الأجل مثل أذونات الخزينة وشهادات الإيداع والأوراق التجارية الصادرة عن شركات القطاع الخاص، والتسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل، ومختلف أنواع الودائع البنكية قصيرة الأجل، وصفقات بيع وشراء العملات الأجنبية من خلال الجهاز المصرفي، أو سوق منظمة تعد لغرض الاتجار بالعملات كسوق اليورو دولار وسوق العملات الأوروبية.

ب. أسواق رأس المال: تعتبر هذه الأسواق موازية للسوق النقدي ومكملة له، ويتم التعامل فيها ومن خلالها بأدوات الائتمان طويل الأجل، وهذه الأدوات عبارة عن أسهم وسندات تصدرها الشركات المساهمة العامة، ويمكن إيجاز مكونات سوق رأس المال بما يلي:

السوق الأولي Primary Market:

ويقصد به سوق إصدار الأوراق المالية (الأسهم والسندات) للمرة الأولى، وعملية الإصدار هذه تمثل اكتتاباً بين طرفين، المستثمر والجهة المصدرة لهذه الأوراق (الشركات المساهمة العامة أو الحكومة)، ويسمى السوق الأولي أيضاً بسوق الإصدارات.

السوق الثانوي النظامي (قاعة التداول) Secondary Market:

يقصد به ذلك السوق الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية ومشتقاتهما والمسجلة لدى لجنة البورصة، وهذه الأوراق هي أصلا قد تم إصدارها في السوق الأولي. ومن الأمثلة على هذه الأسواق وأبرزها عالميا بورصة لندن التي تعود جذورها للقرن السابع عشر، وبورصة نيويورك التي تعود جذورها للعام ١٧٩٢، وتعتبر من أكبر البورصات في العالم (هندي ١٩٩٧)، وبورصة طوكيو وهونغ كونغ وفرانكفورت، أما على صعيد العالم العربي فهناك عدة بورصات من أبرزها بورصة القاهرة، وتعتبر من اكبر البورصات العربية من حيث عدد الشركات المدرجة، وعمان التي تم تأسيسها في العام ١٩٧٨، والبحرين، وحديثا تم افتتاح سوق فلسطين للأوراق المالية في العام ١٩٩٧.

وفي العادة تضع إدارات البورصات شروطا لتسجيل الأوراق المالية تسمى بشـــروط الإدراج، لكي يسمح للشركات المصدرة لهذه الأوراق بالتداول في السوق، وتتفاوت هذه الشروط في شدتها أو ليونتها باختلاف البورصة، فلكي يسمح للشركة المساهمة العامة إدراج أسهمها في ســـوق نيويـــورك مثلا عليها تحقيق الشروط الأساسية التالية:

أ. أن لا تقل قيمة موجوداتها الملموسة عن ١٨ مليون دولار.

ب. أن لا يقل عدد المساهمين فيها عن ٢٠٠٠ مساهم، يملك كل منهم ١٠٠ سهم أو أكثر.

ج. أن لا تقل القيمة السوقية للأسهم المتداولة عن ١٨ مليون دولار.

د. أن يملك الجمهور حصة في رأس المال لا تقل قيمتها عن ١,١ مليون دولار.

ه. أن لا يقل صافي الربح قبل الضريبة للعام المنصرم عن ٢,٥ مليون دولار، و ٢ مليون دولار للسنوات السابقة للعام المنصرم، بالاضافة للعديد من الشروط المكملة الأخرى.

السوق الثانوي الموازي Over the Counter (OTC):

يتم فيه بيع وشراء الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات غير المدرجة في السوق النظامي أو بيع وشراء الأسهم والسندات المدرجة في السوق النظامي، ولكن بأقل من وحدة التعامل المطلوبـــة فيه، فمثلاً يطلب السوق النظامي في الأردن أن تكون وحدة التعامل فيه للأسهم لا تقل قيمتها عن ٥٠ ديناراً، وإذا كان التعامل بأقل من ٥٠ ديناراً يتم التداول في السوق الموازي.

أهم وظائف السوق المالي (سوق رأس المال وسوق النقد):

يمكن تلخيص أهم وظائف السوق المالي بما يلي:

١. ايجاد فرصة للتفاعل ما بين البائعين والمشترين تؤدي بالتالي إلى تحديد الأســـعار لـــلأوراق المالية المتداولة.

٢. السوق المالي يوفر الآلية المناسبة لمالك الأصل المالي لبيعه، لذا يقال بأن السوق المالي يوفر إمكانية الحصول على السيولة للمستثمر.

٣. وجود السوق المالي بشكله الرسمي يقلل من تكلفة عملية الاستثمار؛لأن المعلومات الضرورية لاتخاذ قرار الاستثمار يفترض أن تتوفر من خلال أجهزة السوق مما يؤدي بالتالي إلى توفير في المصاريف المترتبة على اتخاذ مثل هذا القرار.

٤. توفير الآلية المناسبة والفعالية للمحافظة على الاستقرار النقدي في البلد، عن طريـــق الإبقـــاء على معدلات التضخم بأدنى مستوياتها، والمحافظة على أسعار صرف العملة.

٥. تسهيل تسوية الديون الناجمة عن التبادل التجاري المحلي أو الخارجي بين الأفراد والمؤسسات على السواء، وهذا بدوره يساهم في دعم جهود تطوير التجارة المحلية والأجنبية.

أركان السوق المالي:

إن عملية تحويل الأموال من المالكين– والزائدة عن حاجتهم– إلى من هم بحاجة لها تتم من خلال وسطاء في السوق المالي، ومن خلال هذه العملية يتم تحديد أركان السوق المالي التي تقوم على ثلاثة أركان أساسية هي:

أ. المقرضون. ب. المصدرون أو المقترضون. ج. الوسطاء.

أ. المقرضون:

يعتبر المقرضون (المستثمرون) في السوق المالي مصدراً أساسياً للأموال، بحيث تشمل هذه الفئة الأفراد والمؤسسات التي تزيد الأموال لديها عن احتياجاتها الاستهلاكية، فتقوم باستثمار هذه الأموال في السوق المالي إما بشكل مباشر أو عن طريق البنوك التجارية والمتخصصة، ويهتم المقرضون أو المستثمرون بعدة عوامل أهمها معدل العائد والمخاطرة المصاحبة للاستثمار.

ب. المصدرون أو المقترضون:

يمكن الحصول على الأموال في السوق المالي من المقترضين إما عن طريق الاقتراض من البنوك، أو عن طريق إصدار الأوراق المالية، ويمكن أن يكون المقترض فرداً أو مؤسسة، بينما يشترط في المصدر أن يكون مؤسسة أو هيئة حكومية، وهناك عدة أنواع للإصدارات، فإذا تم تقسيمها من حيث الجهة المصدرة، فهناك إصدارات أهلية وإصدارات حكومية، أما من حيث الغرض من الإصدار فهناك إصدارات أولية وإصدارات موسمية، ويقصد بالإصدار الأولي أنه الإصدار الذي يتم عند تأسيس الشركة كتمويل رأسمالها الأساسي، بينما تسمى جميع الإصدارات التالية للإصدار الأولي بالإصدارات الموسمية بغض النظر عن سبب الإصدار، كما تقسم الإصدارات إلى إصدارات دين وإصدارات ملكية من حيث الحقوق المترتبة على الإصدار وإصدارات طويلة الأجل وقصيرة الأجل من حيث الاستحقاق وإصدارات مضمونة وغير مضمونة من حيث الضمان.

ج. الوسطاء الماليون:

يشكل الوسطاء الماليون جزء مهماً من مؤسسات النظام المالي الكفء وتشمل هذه الفئة صناديق التقاعد، وشركات التأمين وبنوك الادخار والسماسرة والوكلاء ومكاتب الاستعلام والخدمات المالية الأخرى، وتكون مهمة الوسطاء الماليين الأساسية التوسط في نقل أو تحويل الأموال قصيرة وطويلة الأجل من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز في مواردها المالية والنقدية، مقابل عوائد وعمولات يحصلون عليها لقاء توسطهم هذا، وتقوم بعض مكاتب الخدمات المالية أيضاً بمهمة تزويد المتعاملين معها بمعلومات تساهم في ترشيد قراراتهم الاستثمارية.

أهم الخدمات التي يقدمها الوسطاء في السوق المالي هي السمسرة وصناعة الأسواق، ويقوم السماسرة بعمليات البيع والشراء نيابة عن المستثمرين مقابل حصولهم على عمولات معينة، وفي

بعض الأحيان يقوم بعض الوسطاء بالتخصص في التعامل بورقة مالية معينة أو أكثر، ويركز على هذه الورقة في التداول، و بموافقة لجنة إدارة السوق، ويطلق على الوسيط في هذه الحالة لقب المتخصص (Specialist)، وتكون ضمن مهامه أيضاً ممارسة البيع والشراء لحساب محفظته الخاصة، مما يؤدي إلى خلق سوق للتبادل في الورقة المالية التي تخصص بها في حالات وجود ركود أو عدم توازن، لذلك يقال عنه بأنه صانع السوق (Market Maker).

لقد حدد سوق فلسطين للأوراق المالية عدة شروط يجب توفرها في شركة الوساطة التي تعمل فيه من أهمها:

١. أن تكون فلسطينية الجنسية.
٢. أن لا يقل رأسمالها عن مليون دولار.
٣. وجود كوادر فنية مؤهلة ومدربة لمزاولة العمل في السوق.
٤. الحصول على رخصة لمزاولة العمل.
٥. يحصل السوق المالي على نسبة ١% من قيمة كل صفقة يحققها الوسيط.

عمليات سوق الأوراق المالية:

تتم عمليات سوق الأوراق المالية من خلال أوامر مختلفة يصدرها المستثمرون أو المالكون للأوراق المالية إلى الوسطاء، وتقسم هذه الأوامر إلى قسمين لسعر التنفيذ أو توقيت تنفيذ الصفقة.

أ. الأوامر المحددة لسعر التنفيذ (Price limit orders):

وهي أوامر تصدر للوسيط بتنفيذ العملية بأفضل سعر متاح له في السوق، ويسمى الأمر في هذه الحالة بالأمر السوقي (Market order)، أو حسب سعر محدد يبينه المستثمر ويسمى في هذه الحالة بالأمر المحدد (Limit order).

ب. الأوامر المحددة لوقت التنفيذ (Time limit orders):

وهي أوامر تصدر ليتم تنفيذها في فترات زمنية محددة من قبل المستثمر، تكون غالباً أوامر محددة ليوم، وتنفذ العملية خلال يوم واحد، أو أوامر محددة بأسبوع أو شهر(Week or Monthorder). وبعض الأحيان تكون هذه الأوامر مفتوحة إذ لايجوز التصرف بالأوراق المالية من قبل الوسيط في أي وقت ممكن.

بعض الأوامر الخاصة:

١. أوامر الايقاف (Stop Order):

وهذه الأوامر تلزم السمسار تنفيذ أو عدم تنفيذ عمليات البيع أو الشراء عند وصول السعر إلى مستوى معين، وذلك رغبة بالمحافظة على أرباح تم تحقيقها أو تجنب خسائر إضافية يمكن حدوثها .

ومثال ذلك إذا اشترى أحد المستثمرين سهماً بسعر ١٠ دنانير، وارتفع سعر هذا السهم (سعر السهم صاعد) يكون الأمر ببيع هذا السهم إذا وصل سعره إلى ١٢ ديناراً، إذ يكتفي المستثمر بالمحافظة على ديناري ربح في كل سهم، أما إذا كان سعر السهم هابط فيكون الأمر ببيع السهم إذا وصل سعره إلى ٨ دنانير.

٢. **أوامر حرية التصرف:**

من خلال هذه الأوامر يتصرف السمسار حسب مقتضى الحال وكما يراه مناسباً ضمن أوضاع السوق الحالية والتوقعات المستقبلية.

الأوراق المالية المتداولة في أسواق النقد وأسواق رأس المال:

تختلف الأوراق المالية المتداولة في أسواق النقد عن تلك المتداولة في أسواق رأس المال، ومن أهم الأوراق المتداولة في أسواق النقد هي: شهادات الإيداع المصرفية، القبولات المصرفية، أذونات الخزينة، الأوراق التجارية، اليورو دولار، قرض فائض الاحتياطي الإلزامي، اتفاقيات إعادة الشراء، أما أهم الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال فهي الأوراق المالية طويلة الأجل، المتمثلة بالأسهم والسندات والتعهدات والخيارات بالإضافة إلى القروض المباشرة طويلة الأجل. وسندرس – بشكل موجز– هذه الأدوات على النحو الآتي:–

أ. **شهادات الايداع المصرفية:**

بدأ إصدار شهادات الايداع القابله للتداول لأول مرة في نيويورك عام ١٩٦١، ثم أصدرت بعد ذلك (وبسبب النجاح الذي حققته) في نيويورك ولندن في عام ١٩٦٦، وقد انتشر التعامل بهذه الادوات في كثير من الأسواق المالية وبعملات مختلفه حتى وصل عدد البنوك التي تتعامل بها إلى ٢٥٠ بنكا دوليا.

وتعرف شهادات الايداع على أنها شهادات تصدرها البنوك والمؤسسات المالية تشهد فيها بأنه قد تم ايداع مبلغ محدد لديها لمدة محددة، تبدأ من تاريخ إصدار الشهادة وتنتهي بتاريخ استحقاقها، وتحمل شهادة الايداع سعر فائده ثابتاً، لذلك يترتب على البنك مصدر الشهاده التزاما ماليا مباشرا يتمثل بالقيمه الاسميه للشهادة والفائدة المستحقة عليها (مروان عوض، ١٩٨٨).

تصدر شهادات الايداع بطريقتين الأولى هي طريقه الاصدار، إذ يعلن البنك المصدر للشهادات عن إصدارها ويدعو الجمهور للاكتتاب فيها خلال فتره تسبق موعد الاصدار، وفي هذه الحاله تصدر شهادات الايداع لأمر المكتتب بها، ويتم تداولها بالتظهير.

أما الطريقه الثانيه فهي اصدار الشهاده بناء على طلب العميل، اذ تصدر الشهاده بالمبلغ والمدة وسعر الفائده التي تتفق عليها الجهة المصدرة مع عميلها، وقد تصدر هذه الشهاده لحاملها ويتم تداولها بمجرد التسليم، أو لأمر مشتريها بأن يتم تداولها بالتظهير طبقا لأحكام القوانين السارية على الأوراق التجارية.

أهم ما يميز شهادات الايداع:

إن أهم ما يميز شهادات الايداع هو:

ا. **السيوله:** نعني بسيوله شهادات الايداع امكانيه تداولها وبيعها قبل تاريخ الاستحقاق، وتمتاز شهادات الايداع لحاملها بهذه الميزه، ودرجة السيولة ترتبط باسم البنك المصدر للشهاده، وبمده حياه الشهاده.

ب. **الضمان:** نعني بضمان شهادات الايداع إمكانية تحصيل القيمة الاسمية والفوائد في مواعيدها دون تأخير، لذلك يلجأ المستثمرون لشراء شهادات الايداع من البنوك ذات الملاءة المصرفية العالية.

ج. **تعدد الآجال:** يمكن إصدار شهادات الايداع لاجال مختلفه، وشهادات الايداع التي تصدر لاجل سنه أو اقل تكون قصيره الأجل أما الشهادات التي تصدر لاكثر من سنه وأقل من خمس سنوات تكون متوسطه الأجل.

هـ. **السريه:** أن شهادات الايداع التي تصدر لحاملها تمتاز بالسرية التامه، إذ أن المشتري يعرف البائع الاخير فقط، ولا يعرف المالكين السابقين أو اسعار الشراء أو تواريخ البيع.

ب. القبولات المصرفية:

القبولات المصرفية: هي أدوات دين قصيرة الأجل تصدر عن البنوك التجارية، يستفيد منها المستوردون في حال عدم القدرة على دفع ثمن البضاعة نقداً، ومتداولة في سوق النقد.

مثال: إذا كان أحد المستثمرين الفلسطينيين يريد استيراد بضاعة من اليابان، ولا يرغب في دفع ثمن البضاعة نقداً أو أن المصدر الياباني سيمنحه بعض التسهيلات في الدفع، يلجأ هذا المستورد إلى أحد البنوك المحلية للحصول منه على قبول مصرفي يتعهد فيه البنك بأن يحصل المصدر الياباني على قيمة بضاعته من البنك المراسل في اليابان بعد فترة زمنية محددة.

وما يميز القبولات المصرفية أن التاجر حامل القبول المصرفي يمكن له بيع هذا القبول بخصم لإحدى البنوك التجارية.

ج. أذونات الخزينة:

هي أدوات دين حكومية متداولة في السوق النقدي تصدر بخصم إصدار، وهي أدوات قصيرة الأجل تتراوح آجالها ما بين ٣-١٢شهراً، الهدف منها تمويل خزينة الدولة، وأول ما ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية.

د. الأوراق التجارية:

وهي عبارة عن أدوات دين قصيرة الأجل تصدر عن بعض الشركات التي تتمتع بمراكز ائتمانية عالية، تصدر هذه الأدوات بخصم إصدار، الهدف منها تمويل الأصول المتداولة (رأس المال العامل)، والعائد على هذه الأدوات أعلى من العائد على أذونات الخزينة لأن المخاطرة عليها أكبر.

هـ. سوق اليورو دولار:

ظهر هذا السوق في أوروبا عندما بدأت البنوك التجارية هناك بقبول الودائع من الجمهور بالدولار الأمريكي، ورد هذه الودائع عندما تستحق بالدولار أيضاً، وكانت البنوك قبل ذلك تقبل الودائع بالدولار وتردها عند الاستحقاق بالعملة المحلية، وقد قامت البنوك التجارية بمنح عملائها قروضاً، بالدولار وذلك من الودائع المتوفرة لديها وبمعدل فائدة أعلى.

ومن المتعاملين في هذا السوق: البنوك المركزية، البنوك التجارية، السماسرة، الشركات، الحكومة، صناديق الاستثمار، الأفراد.

و. قرض فائض الاحتياطي الإلزامي:

ينشأ هذا القرض بين البنوك التجارية التي يكون لها فائض في الاحتياطي الإجباري ويكون عندها عجز في الاحتياطي الإجباري، ويقوم عادة البنك المركزي بالتوسط بين البنكين، وتكون مدة هذا القرض يوماً واحداً، ويمكن أن تمدد يوماً بيوم.

ز. اتفاقيات إعادة الشراء:

هذه الاتفاقيات غالباً ما تتم بين شخص يحتاج إلى الأموال وبحوزته أوراق مالية، وشخص آخر لديه الأموال يرغب في استثمارها، فيتم بيع الأوراق المالية (عقد بيع مؤقت) لفترة محددة (عدة أيام)، كما يتم شراء هذه الأوراق بمبلغ يزيد عن سعرالبيع، فيكون الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء هذا العائد الذي حققه المستثمر. ويلاحظ أن هذه الاتفاقيات لا تنقل حيازة الأوراق المالية من البائع إلى المشتري، لذلك تعتبر هذه الاتفاقيات قروضاً قصيرة الأجل بضمان الأوراق المالية.

الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال:

أهم الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال هي الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات ومشتقاتهما المختلفة، وقد درسنا الأدوات المالية بالتفصيل في الفصل الثالث من هذا الكتاب.

فرضية كفاءة السوق

مستويات ومقاييس الكفاءة للسوق المالي وشروط تحقيقها:

مستويات كفاءة السوق المالي:

إن مفهوم كفاءة السوق المالي تتلخص بقدره السوق على توفير المعلومات المتاحه لجميع المتعاملين في السوق دون استثناء، وانعكاس هذه المعلومات على أسعار الأسهم المتداولة فيه؛ لذا يمكن تصنيف كفاءة الأسواق المالية في مستويات هي:

١. المستوى القوي (Strong Form):

يوفر السوق المالي – وفق هذا المستوى من الكفاءة – للمتعاملين فيه جميع المعلومات المتاحة، سواءاً كان مصدرها البيانات المالية المنشورة أم غيرها من المصادر بما فيها المعلومات التاريخية عن أسعار الأسهم وأية معلومات أخرى خاصة، بمعنى آخر تكون جميع المعلومات في السوق عامة (Public)، بحيث لا تتوفر الفرصة لنشوء ما يعرف بظاهرة احتكار المعلومات (Insiders) من قبل فئة معينة تمكنها من تحقيق أرباح استثنائية أو غير عادية، هذا يعني أن القيمة المتوقعة للأرباح غير العادية ستكون في هذه الحالة (صفرا)؛ لأن الأسعار السائدة في السوق للأوراق المالية المتداولة فيه ستكون في مثل هذه الأحوال معادلة تماما لقيمتها، وبالتالي تنتفي الحاجة حينئذ لوجود المحللين الماليين، لكن هذا المستوى من الكفاءة لا ينفي تماما من ناحية واقعية قدرة بعضهم على تحقيق الأرباح الاستثنائية ولو في بعض الصفقات، وذلك بحكم قدرتهم غير العادية في التنبؤ والتحليل، لكن مع ذلك فان تلك الأرباح ستتلاشى على المدى الطويل بحكم خسائر استثنائية غير متوقعة تحدث لهم بسبب المضاربة وذلك إذا ما استمر هؤلاء في ممارسة هذا العمل.

٢. المستوى شبه القوي (Semi – Strong Form):

تعكس الأسعار المتداولة –وفق هذا المستوى– للأوراق المالية في السوق فقط المعلومات المحتواة في البيانات المالية المنشورة، بالإضافة إلى المعلومات التاريخية السابقة والمتوفرة عن الأسعار نفسها، لذا تبقي في مثل هذه الظروف للبعض دون غيرهم فرصة الاستفادة من معلومات غير منشورة وتحليلها، بحيث تتيح لهم المجال لجني أرباح استثنائية في إطار ظاهرة احتكار المعلومات المشار إليها سابقا.

٣. **المستوى الضعيف (Weak Form):**

وفق هذا المستوى من الكفاءة، لا تعكس الأسعار المتداولة في السوق إلا أسعارها الماضية أو التاريخية فقط، لذا تكون فرصة في مثل هذه الظروف ليحصل بعضهم على أرباح استثنائية عن طريق:

١. الحصول على معلومات خاصة (غير منشورة) ليست متاحة لغيرهم ضمن ظاهرة احتكار المعلومات.
٢. امكانية تحليل البيانات المالية المنشورة بكفاءة تفوق كفاءة غيرهم.

لذلك في هذا النوع من الأسواق المالية يتسع المجال لعمل المحللين الماليين، لانهم بما أتوا من خبرة سيكونون اكثر قدرة من غيرهم على تحليل البيانات المالية المنشورة والتي إن وفروها لبعض المتعاملين في السوق سيمكنونهم من تحقيق أرباح استثنائية لا يحققها غيرهم.

مقاييس الكفاءة للسوق المالي:

تقاس كفاءة السوق بتوفر الخواص التالية :.

أولاً: انخفاض تكلفة التبادل في السوق المالي، ويقصد بذلك تكاليف الصفقات المالية (Transaction Costs) وتعتبر هذه الميزة في حال توفرها مؤشرا على الكفاءة الداخلية للسوق المالي.

ثانياً: سرعة تكيف أو استجابة الأسعار السائدة في السوق للمعلومات الجديدة التي تتوفر للمتعاملين فيه، وتعتبر هذه الخاصية مؤشرا للكفاءة الخارجية للسوق المالي (External Efficiency).

ثالثاً: أن تعكس المعلومات بطريقة غير متحيزة.

شروط تحقيق كفاءة سوق المال:

لتتحقق لسوق المال الكفاءة (سالفة الذكر) لابد من تحقيق بعض الشروط، منها:

١. توفير الآلية المناسبة والفعالة للمحافظة على الاستقرار النقدي في البلد، عن طريق الإبقاء على معدلات التضخم بأدنى مستوياتها والمحافظة على استقرار أسعار صرف عملة التداول القانونية.
٢. تسهيل تسوية الديون الناجمة عن التبادل التجاري المحلي أو الخارجي بين الأفراد والمؤسسات على السواء، وهذا بدوره يساهم في دعم جهود تطوير التجارة المحلية والأجنبية.
٣. توفير قنوات ملائمة للوساطة المالية مما يشجع على الادخار والاستثمار الإنتاجي.
٤. توفير نظام تأميني ملائم يكفل تحقيق مفهوم توزيع المخاطر العادل.

وكذلك نستطيع أن نضيف النقاط التالية:

١. أن تسود السوق المالي المنافسة الكاملة، وهذا الشرط مرهون بتوفير عدد كبير من الباعة والمشترين تتوفر لهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية حتى تقل فرص نشوء الاحتكار.

ويحقق هذا الشرط للسوق المالي ما يعرف بخاصتي العمق والاتساع إذ بوجود مجموعات مختلفة وكبيرة من المتعاملين تتوفر للسوق شروط المنافسة، كما تتوفر له أيضا ما يعرف بخاصية الاستجابة (Resiliency) التي تجعل التقلبات الحادثة في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه خاضعة لعوامل العرض والطلب.

٢. أن يوفر هذا السوق خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيه، وهذا الشرط في حقيقة الأمر نتيجة طبيعية لتوفر الشرط السابق، وبتوفر خاصية السيولة في السوق المالي، تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب وبالسرعة المناسبة، كما أن توفر هذه الخاصية يوفر السوق المالي ميزة هامة ما ما تعرف باستمرارية الأسعار السائدة فيه (Price Continuity) التي تخفض احتمالات حدوث حركات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية، وبالتالي تقلل من فرص المضاربة غير المأمونة فيه.

٣. أن تتوفر للسوق المالي وسائل وقنوات اتصال فعالة، توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة وحديثه حول السعر وحجم عمليات التبادل التي تتم فيه ،بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل.

٤. كما يشترط أن يكون السوق المالي والمتعاملين فيه محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بهيئة إدارة السوق، ولكي تتوفر لهذه الهيئة صفة الفاعلية يشترط فيها أن تكون محايدة أولا، ومكونة من أفراد ذوو خبرة ثانيا، يعاونونهم في أداء مهامهم، ومجموعات استشارية متخصصة على أن تستمد هذه الهيئة أو اللجنة سلطتها من مجموعة من النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو الاستقرار والأمان للمستثمرين وبما يزيد من فعالية السوق المالي.

سوق فلسطين للأوراق المالية:

تعكس سوق فلسطين للأوراق المالية (شأنها شأن أي بورصة أخرى) مجمل توقعات المستثمرين حول مستقبل الإقتصاد بشكل عام، ونشاط الشركات المدرجة بشكل خاص.

إن البورصة في أي بلد هي عنوان طبيعي للنشاط الإقتصادي، كونها محوراً للنقاش حول أوضاع الشركات والتطورات الاقتصادية والتجارية. كما أن البورصة (شأنها شأن كافة المؤسسات الاقتصادية العامة) هي دلالة من دلالات السيادة وإحدى مقومات الدولة الحديثة، ويعتبر انشاء البورصة الفلسطينية رمزاً من السيادة الوطنية، وخطوة على تحقيق إقامة الدولة الفلسطينية.

نشأة سوق فلسطين للأوراق المالية:

تأسست السوق بمبادرة من شركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو) التي تشكل المساهم الأكبر في شركة سوق فلسطين للتنمية والاستثمار، ففي شهر ١٩٩٥/٣ قدمت دائرة الاستثمار في (باديكو) دراسة شاملة حول اقامة هذا السوق وحصلت بموجبها على موافقة السلطة بتاريخ ١٩٩٥/٧/١٩ للمباشرة بتنفيذ مشروع انشاء سوق فلسطين للأوراق المالية في نابلس، وتم في ١٩٩٦/١١/١٧ توقيع اتفاقية التشغيل مع السلطة الفلسطينية.

ويعتبر سوق فلسطين للأوراق المالية شركة مساهمة خاصة، الحصة الاكبر منها ٨٠% لشركة باديكو و٢٠% لشركات ٣ اخرى بالاضافة لمؤسسة صامد للكمبيوتر.

تشكل للسوق المالي الفلسطيني مجلس مستقل يشمل اعضاء يمثلون عموم المستثمرين، تم تعيينهم من قبل وزارة المالية، وهي المرجعية الرقابية للسوق، كما تدار السوق بموجب أنظمة وتعليمات وضعت من قبل خبراء دوليين، وتخضع لمصادقة من وزارة المالية، وتتفرع عن السوق ست شركات وساطة.

لذلك نشأت سوق فلسطين للأوراق المالية لتلبي حاجة استقطاب التمويل الطويل الأجل للمشاريع الإنتاجية، ومشاريع البنية التحتية الفلسطينية، ولحشد المدخرات الفلسطينية في داخل وخارج البلاد، ولهذه الغاية وفرت سوق فلسطين للأوراق المالية أنظمة الكترونية للتداول والرقابة والتسوية وتحويل الأوراق المالية، تكفل السرعة والدقة في إنجاز صفقات البيع والشراء، وسلامة التعامل بالأوراق المالية، وقامت السوق بوضع أسس للتداول وايصال المعلومة تضمن العدالة والتساوي بين جميع المتعاملين بالأوراق المالية بغض النظر عن موقعهم الجغرافي أو حجم تعاملهم أو علاقاتهم مع الشركات المدرجة، مما يوفر لجميع المستثمرين فرصاً متكافئة في الربح والمخاطرة.

أهداف سوق فلسطين للأوراق المالية:

حسب اتفاقية التشغيل المبرمة مع السلطة الوطنية فقد تقرر للسوق التالية:

١. تنظيم تداول الأوراق المالية ومراقبتها بشكل يضمن كفاءة هذا التداول وسهولته.
٢. توفير أنظمة رقابة وتداول وتسوية وتحويل ونقل الملكية للأوراق المالية تكفل السرعة في انجاز صفقات البيع والشراء، وسلامة التعامل في الأوراق المالية، وتيسير اكتشاف الاسعار الحقيقية للأسهم والسندات المدرجة في السوق من خلال تعزيز عوامل العرض والطلب.
٣. وضع أسس للتداول وايصال المعلومة تضمن العدالة والتساوي بين جميع المتعاملين بالأوراق المالية.
٤. توفير أكبر قدر من الاستقرار في حركة الأسعار، بحيث يتم صعود وهبوط أسعار الأوراق المالية بشكل منتظم وتدريجي.

٥. توفير انتشار واسع ودقيق للمعلومات المطلوبة وايصالها بالسرعة اللازمة؛ ليتسنى للمستثمرين اتخاذ القرارات المناسبة لهم.
٦. حماية المستثمرين من كافة أشكال التلاعب والاحتيال.
٧. تطوير خدمات السوق وفاعليتها عن طريق تطوير اساليب واجراءات ووسائل جديدة.
٨. رسم سياسة عامة لعمل السوق بخطوطها العريضة وضمن إطار السياسات والتوجيهات المالية والاقتصادية في دولة فلسطين.

تقييم الأسهم والسندات:

إن كثيراً من القرارات التي تأخذها الشركات المساهمة تتأثر بأسعار الأسهم (العادية، الممتازة) في السوق المالي، كما أن جزءاً كبيراً من تمويل الشركات يأخذ شكل السندات، مما يعني ضرورة معرفة كيفية تحديد أسعارها في السوق، لا سيما أن الأسهم والسندات تعتبر أهم مصدرين للتمويل في الشركات المساهمة العامة، وعليه فإن هذا الفصل يتكون من جزأين، يعالج الأول تقييم السندات والثاني تقييم الأسهم العادية و الممتازة.

أولاً: أ. تقييم السندات:

تعتبر السندات إحدى أهم مصادر التمويل بالمديونية إلى جانب القروض طويلة الأجل، وللسندات عادة عدة قيم، منها القيمة الاسمية والتي تحسب على أساسها الفائدة، و قيمة استهلاكية التي يسترد على أساسها السند في تاريخ الاستحقاق، وقيمة إصدار، وهي القيمة التي يصدر بها السند. وتعتمد على السندات كمصدر لتمويل الشركات ذات المراكز الائتمانية القوية، كما أن الدولة تلجأ في كثير من الأحيان إلى السندات كمصدر لتمويل بعض المشاريع التنمويه.

وبعض السندات يمكن أن تكون قابلة للاستدعاء (Call provision) يحق بموجبه للمصدر أن يستعيدها في تاريخ معين قبل الاستحقاق، ويحمل السند سعر فائدة اسمية (Coupon Interest Rate) وهي الفائدة الدورية التي تدفع لمالك السند، ويوجد سندات قائمة (Out Standing) وإصدارات جديدة (New Issues).

ب. المعادلة الأساسية لتقييم السندات :

إن قيمة السند تساوي القيمة الحالية للفوائد المدفوعة مخصومه على أساس معدل الفائدة السوقية، مضافاً إليها القيمة الحالية للقيمة الاستهلاكية للسند ،مخصومه أيضا على أساس معدل الفائدة السوقي.

$$\text{القيمة السوقية للسند} = \text{ف} \left[\frac{1 - \frac{1}{(1+\text{ع})^{\text{ن}}}}{\text{ع}} \right] + \frac{\text{أ}}{(1+\text{ع})^{\text{ن}}}$$

حيث :

ف = مبلغ الفائدة الدورية = معدل الفائدة الاسمي × القيمة الاسمية للسند .

ع = معدل الفائدة السوقية .

ن = عدد الفترات الزمنية المتبقية من أجل السند .

أ = القيمة الاستهلاكية للسند.

ويوجد عدة طرق لايجاد القيمة السوقية للسند منها:

١. إذا كانت الفائدة الاسمية تساوي الفائدة السوقية.
٢. إذا كانت الفائدة الاسمية اكبر من الفائدة السوقية.
٣. إذا كانت الفائدة الاسمية اقل من الفائدة السوقية.

- **إذا كانت الفائدة الاسمية تساوي الفائدة السوقية:**

لنفرض أن شركة البوتاس أصدرت سندات القيمة الاسمية لها تساوي 1 00000 دينار، وذلك في بداية عام ١٩٩١ و لمدة سنة، وسعر الفائدة الاسمي 15% و سعر الفائدة السوقي أيضا 15% والفوائد تدفع سنوياً.

الحل:

الفائدة = 15% × 100000 = 15000 دينار

$$\text{قيمه السند بتاريخ الاصدار} = 15000 \left[\frac{1-\frac{1}{(1+15\%)^{15}}}{15\%}\right] + \frac{100000}{(1+15\%)^{15}}$$

$$= 100000$$

ونلاحظ أن سعر الإصدار يساوي القيمة الاسمية للسند .

ما هي قيمة هذا السند بعد 5 سنوات من إصداره ؟

$$\text{قيمة السندات} = 15000 \left[\frac{1-\frac{1}{(1+15\%)^{10}}}{15\%}\right] + \frac{100000}{(1+15\%)^{10}}$$

= 100000 دينار ، وهي أيضاً نفس قيمة السندات الاسمية .

- **إذا كانت الفائدة الاسمية أكبر من الفائدة السوقية**

لنفرض أن شركة الصناعات الوطنية أصدرت سندات قيمتها الاسمية 2 00000 دينار، تستحق السداد بعد 10 سنوات وتحمل معدل فائدة اسمي 10%، وسعر الفائدة السائد في السوق 8% ما هو سعر إصدار هذه السندات؟ و ما هي قيمتها بعد 3 سنوات من إصدارها؟

الفائدة = 10% × 200000 = 20000 دينار .

$$\text{سعر الإصدار} = 2000 \left[\frac{\frac{1}{^{10}(\%8+1)}-1}{\%8}\right] + \frac{200000}{^{10}(\%8+1)} = 226840.32 \text{ دينار}$$

وهذه القيمة اكبر من القيمة الاسمية، لذلك يقال إن السند قد صدر بعلاوة، إصدار وأن عـلاوة الإصدار = القيمة السوقية للسند – القيمة الاسمية للسند. وعلاوة الإصدار تعتبر تعويضاً للشركة عن فرق سعر الفائدة، إذ أن الشركة تعطي حامل السند فائدة اكثر من السوق.

$$\text{قيمة السندات بعد 3 سنوات من إصدارها} = 20000 \left[\frac{\frac{1}{^{7}(\%8+1)}-1}{\%8}\right] + \frac{200000}{^{7}(\%6+1)}$$

$$= 220830$$

- **إذا كانت الفائدة الاسمية أقل من الفائدة السوقية**

لنفرض أن شركة الصناعات الوطنية أصدرت سندات قيمتها الاسمية 100000 دينار تستحق السداد بعد 10 سنوات، و تحمل معدل فائدة اسمي 10% وسعر الفائدة في السوق يساوي 12%، مـا هي قيمة إصدار هذه السندات؟ و ما هو سعر هذه السندات بعد 5 سنوات من إصدارها؟ الفائدة تدفع سنوياً.

الفائدة = 100000× 10% = 10000 دينار .

$$\text{سعر الإصدار} = 10000 \left[\frac{\frac{1}{^{10}(\%12+1)}-1}{\%12}\right] + \frac{100000}{^{10}(\%12+1)} = 88699.5 \text{ دينار}$$

نلاحظ أن هذه السندات صدرت بخصم إصدار، وذلك تعويضاً لحامل السند عن فـرق سـعر الفائدة إذ أن سعر الفائدة على السندات اقل من سعر الفائدة السوقي وخصم الإصدار يسـاوي القيمـة الاسمية للسندات – سعر الإصدار.

$$\text{قيمة السندات بعد 5 سنوات من إصدارها} = 10000 \left[\frac{\frac{1}{^{5}(\%12+1)}-1}{\%12}\right] + \frac{100000}{^{5}(\%12+1)}$$

= 92790 ديناراً

مثال: إذا كانت الفوائد على السندات تدفع كل 6 شهور .

أصدرت إحدى الشركات سندات قيمتها الاسمية 100000 دينار، ومعدل الفائدة الاسمي يساوي 10% ومعدل الفائدة السوقي 12%، و تستحق هذه السندات بعد 10 سنوات، ما هي قيمة هذه السندات إذا كانت الفوائد على السندات تدفع مرتين في السند في ١/١ و ٧/١ من كل عام.

ف= 100000× 10% × $\frac{6}{12}$ = 5 000 دينار

ن= 10× 2 = 20 فترة زمنية

ع= $\frac{\%12}{2}$ = 6% .

قيمة السندات = $5000 \left[\frac{1 - \frac{1}{(1+\%6)^{20}}}{\%6}\right] + \frac{100000}{(1+\%6)^{20}}$ = 88530 ديناراً

ثانيا: أ. تقييم الأسهم الممتازة:

إن مقسوم الأرباح للأسهم الممتازة يشبه دفعات الفوائد على السندات، كونها ثابتة و بشكل دوري، ولضرورة تسديدها قبل مقسوم الأرباح للأسهم العادية، ولكن الأسهم الممتازة لا يوجد لها تاريخ استحقاق محدد، وهو يشبه بذلك الأسهم العادية، لذلك فان العائد الذي يحصل عليه حامل السهم الممتاز يشبه إلى حد بعيد الدفعات الأبدية (*Perpetuity*) التي أشرنا إليها في الفصل الثاني، ويمكن صياغة معادلة تقييم الأسهم الممتازة كما يلي:

ق س = $\frac{ت}{ع}$

ق س = القيمة السوقية للسهم الممتاز

ت = التوزيعات للسهم الممتاز

ع = معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين

افرض أن القيمة الاسمية للسهم الممتاز تساوي 10 دنانير ونسبة التوزيع 12%، ما هي القيمة السوقية للسهم الممتاز؟ إذا كان العائد المطلوب للاستثمار في أسهم هذه الشركة يساوي 15%

ت= 12% × 10 = 1.2 دينار

ق س = $\frac{1.2}{\%15}$ = 8 دينار

ب. تقييم الأسهم العادية *Common Stock Evaluation*

إن معادلة تقييم الأسهم العادية تأتي من كون الأسهم العادية تقدم للمساهم تدفق نقدي، لذلك فإن قيمة السهم تتحدد باستخراج القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة من هذا السهم، كما أن قيمة السهم العادي تتأثر بعدة عوامل منها التوزيعات والعائد المطلوب ونسبة نمو التوزيعات، ونسبة النمو إما أن تكون صفراً أو نسبة ثابتة أو متغيرة.

١. قيمة السهم العادي إذا كانت نسبة النمو تساوي صفراً *Zero Growth*

افرض أن مقسوم الأرباح السنوي لأحد الأسهم يساوي 1.5 دينار ومعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين للاستثمار في هذا السهم يساوي 15% فان قيمة السهم تساوي

$\frac{1.5}{\%15} = 10$ دنانير

قيمة السهم العادي إذا كانت نسبه النمو ثابتة *Normal or constant Growth* أن معادلة تقييم السهم في هذه الحالة تكون على الشكل التالي:

السعر للسهم يساوي $\frac{ت}{ع - م}$

حيث ت = قيمة التوزيعات

ع = العائد المطلوب

م = نسبة النمو

ويشترط لتطبيق هذه المعادلة أن تكون ع أكبر من (م) .

افرض أن شركة الاستثمارات العربية قد وزعت أرباحاً في عام١٩٩٩، 1.5دينار للسهم وهي تنمو بمعدل ثابت 5%، و كان العائد المطلوب من قبل المستثمرين يساوي 12%، ما هي القيمة المتوقعة لسهم هذه الشركة ؟

قيمة سهم الشركة للاستثمارات = $\frac{1.5(1.05)}{\%12 - \%5} = \frac{1.575}{\%7} = 2\ 2.5$ دينار

قيمة السهم العادي في حالة تعدد معدلات النمو للأرباح الموزعة .

لا تنمو أرباح الشركات في بعض الحالات بشكل ثابت، تنمو في البداية بمعدل يمكن أن يكون أكبر من معدل نمو الاقتصاد الوطني ثم تعود لتنمو بمعدل يساوي معدل نمو الاقتصاد الوطني، لذلك فان طريقة تقييم الأسهم في هذه الحالة تختلف حسب معدلات نمو الأرباح.

مثال على ذلك:

إحدى الشركات توزع أرباحاً 5 دنانير للسهم حاليا، و يتوقع المستثمرون في السوق المالي أن تنمو أرباح الشركة والأرباح الموزعة بمعدل فوق طبيعي 20% لمدة 4 سنوات، ثم تعود لتنمو بمعدل طبيعي 5% سنويا، وكان العائد المطلوب من قبل المستثمرين يساوي 15% ما هي قيمة السهم لهذه الشركة؟

١. نجد القيمة الحالية للأرباح الموزعة خلال فترة النمو غير الطبيعي.
٢. نجد القيمة الحالية للأرباح الموزعة كما هي خلال فترة النمو الطبيعي وذلك في نهاية السنة الأخيرة للنمو غير الطبيعي.
٣. نجمع القيمة الحالية في 1+ 2

السنوات	الأرباح الموزعة	القيمة الحالية للأرباح الموزعة
1	$3(1.20)^1 = 3.6$	$\frac{3.6}{(1.15)^1} = 3.13$
2	$3(1.20)^2 = 4.32$	$\frac{4.32}{(1.15)^2} = 3.266$
3	$3(1.20)^3 = 5.18$	$\frac{5.18}{(1.15)^3} = 3.40$
4	$3(1.20)^4 = 6.22$	$\frac{6.22}{(1.15)^4} = 3.55$
	المجموع	13.34

قيمة السهم عندما يصبح النمو طبيعي = $\frac{3.55(1.05)}{15\% - 5\%}$ = 37.275 دينار

القيمة الحقيقية للسهم = 37.275 + 13.43 = 50.6 دينار للسهم.

أسئلة:

السؤال الأول:

أصدرت إحدى الشركات سندات تستحق السداد بعد 5 سنوات وتحمل معدل فائدة اسمي 10% تدفع سنويا و قيمة السند الاسمية 1000 دينار، وسعر الفائدة السائد في السوق يساوي 12% .

المطلوب: ١. ما هو أعلى سعر يمكن دفعه لشراء السند ؟

٢. ما هو سعر السند إذا كانت الفوائد تدفع كل نصف سنة أو كل ربع سنة؟

٣. ماذا يصبح سعر السند إذا انخفض سعر الفائدة في السعر من أل 8% ؟

السؤال الثاني:

أصدرت شركة الاستثمارات العربية اسهماً ممتازة القيمة الاسمية للسهم 00 1 دينار ونسبة التوزيعات عليها 7% و العائد المطلوب 10%

المطلوب: ١. ما هو سعر السهم الممتاز في السوق؟

٢. إذا ارتفع العائد المطلوب إلى 15% ماذا يحدث لسعر السهم؟

السؤال الثالث:

إذا نمت أرباح إحدى الشركات من 5 دنانير في عام ١٩٩٥ إلى 6.381 دينار في عام ٢٠٠٠، و كان العائد المطلوب من قبل المستثمرين يساوي 12%، فما هو سعر السهم العادي في السوق؟

ملاحظة: (يجب إيجاد نسبة النمو أولاً).

السؤال الرابع:

يترتب على إدراج أسهم الشركة في السوق النظامي التزام الشركة بتطبيق العديد من الشروط والقيود، وبالتالي بعض أنواع التكاليف، ومع ذلك نرى أن الشركات تقدم على تسجيل أسهمها في البورصة". ما هي برايك اسباب ذلك؟ وما هي أهمية إدراج أسهم الشركة في بورصة الأوراق المالية؟

السؤال الخامس:

ما هو الدور الذي تلعبه البورصة في الحياة الاقتصادية؟ ألا يكفي التعامل بالأوراق المالية فيما يسمى بالسوق الموازي OTC ؟

السؤال السادس:

اختر الجواب الصحيح

١. أي من العبارات التالية صحيحة فيما يتعلق بسوق فلسطين للأوراق المالية:

نوع السوق	مؤشر السوق
أ. نظامي	القدس
ب. ثانوي	فلسطين
ج. أولي	نابلس
د. موازي	القدس

٢. كلما ارتفعت درجة كفاءة السوق المالي:
   أ. يكون ذلك في صالح المستثمر العادي غير المحترف
   ب. تقل فرص الحصول على أرباح استثنائية
   ج. تستجيب الأسعار السوقية للأوراق المالية بسرعة وبدون تحيز لأية معلومات جديدة تصل إلى المتعاملين في السوق.
   د. جميع ما ذكر صحيح

٣. أصدر البنك المركزي الأردني أذونات خزينة من فئة ١٠٠ دينار تستحق بعد ٦ أشهر، فإذا كان سعر الخصم السائد بالنسبة للأذونات كما يلي: ٦% شراء، ٧% بيع فان سعر البيع لهذا النوع من الأذونات هو:

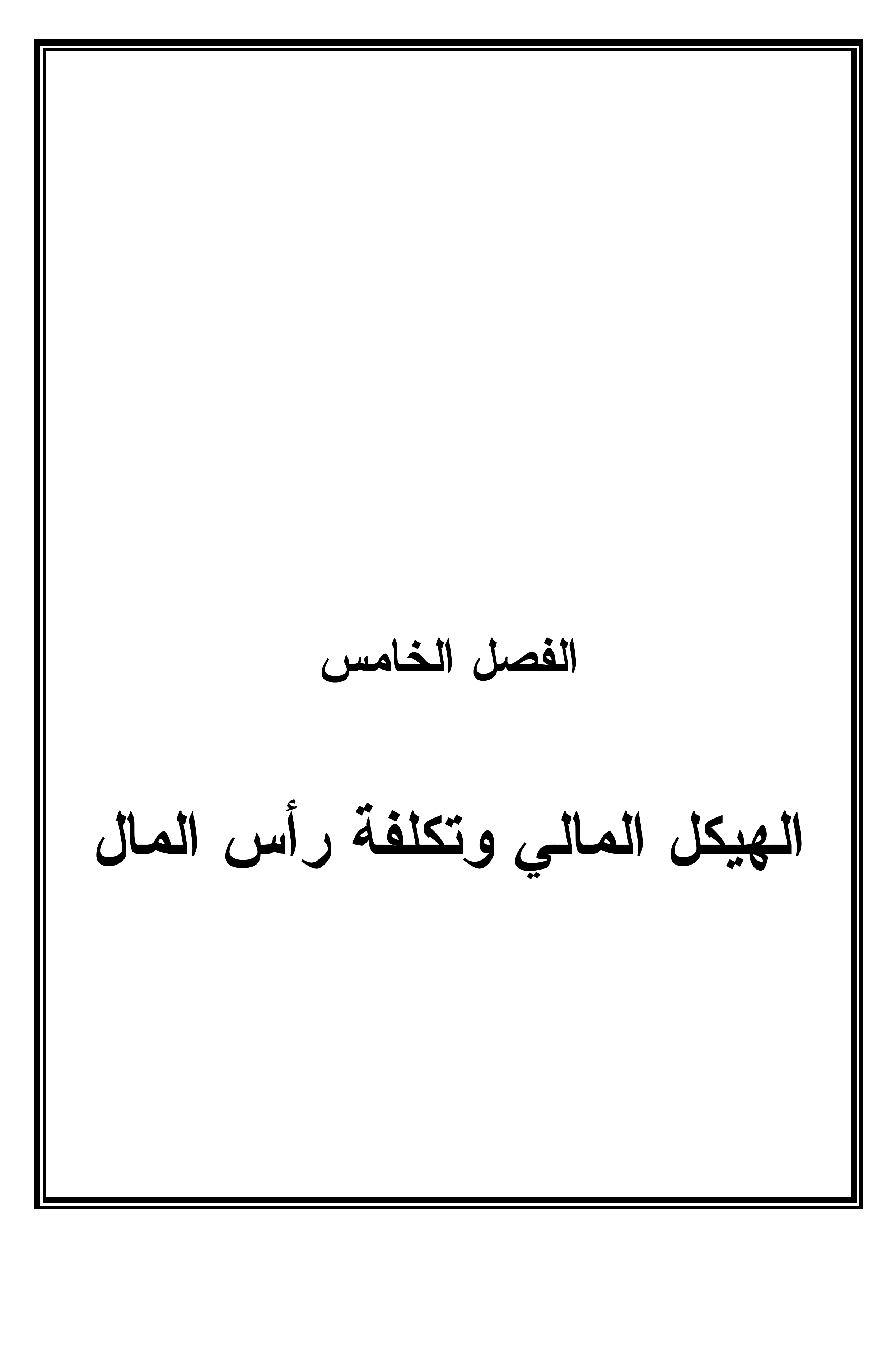
أ. ٩٧ دينار ب. ١٠٣ دينار ج. جميع ما ذكر خطأ د. ٩٦.٥ دينار

٤. السوق المالي غير الكفء يتصف ب

أ. خاصية العمق ب. خاصية السيولة ج. تسوده حالة المنافسة التامة د. يتمتع بالضحالة وعدم توفر سوق تام للمعلومات

٥. يتم تداول أسهم الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية فيما يسمى:

أ. السوق الموازي (OTC) ب. السوق النقدي ج. السوق الثانوي د. أ + ج صحيحة



الفصل الخامس

الهيكل المالي وتكلفة رأس المال

الفصل الخامس

الهيكل المالي وتكلفة رأس المال

Financial Structure and Cost of Capital

تختلف تكاليف مصادر التمويل باختلاف درجة المخاطرة المرتبطة بكل منها، وذلك عملا بمقولة العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة، وتقاس تكلفة مصدر التمويل بالطريقة التي يقاس بها معدل العائد الداخلي (IRR)، إذ تكون من وجهة نظر الممول مماثلة لمعدل الخصم الذي ستتساوى عنده القيمة الحالية للعوائد النقدية المتوقع أن يستغلها طيلة فترة اقتنائه للورقة المالية مع مبلغ التمويل الذي زوده أصلا للشركة. يختلف المتوسط المرجح لتكلفة راس المال (WACC) مع اختلاف الهيكل التمويلي من شركة لأخرى ويعتبر هذا المقياس ذا أهمية بالغة في تقييم المشاريع الاستثمارية الرأسمالية للشركة (CAPITAL BUDGETING)، فقد يستخدم كمعدل خصم للتدفقات النقدية المرتبطة بالاستثمار/ أو كمعيار رفض أو قبول بدائل الاستثمار المتاحة، وبالتالي فكلما انخفض هذا المعدل ازدادت قدرة الشركة التنافسية للاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة، والتي هي في الغالب فرص محدودة. ومن هنا تأتي أهمية العلاقة بين الهيكل التمويلي وتكلفته من جهة، والقيمة السوقية للشركة من جهة أخرى، وتعظيم القيمة الذي هو في النهاية هدف الشركة الرئيسي.

لا بد من الوصول إلى مزيج تمويلي يضمن أقل التكاليف. ولعل السؤال الذي يجب أن يطرح هنا هو: هل يوجد ما يسمى بالهيكل التمويلي الأمثل في الشركات المساهمة العامة؟ اذا كانت الإجابة "نعم" فما هي عندئذ آليات الوصول إلى ذلك؟ قبل الإجابة على هذه التساؤلات يمكن استعراض النظريات المختلفة للهيكل التمويلي التي ظهرت في أدبيات التمويل خلال النصف الثاني من هذا القرن.

بدأت الطروحات حول الهيكل التمويلي بالتبلور بشكل علمي مع بداية الخمسينيات عندما ظهرت أول نظرية في هذا المجال، التي أصبحت تعرف الان بالنظرية التقليدية للهيكل التمويلي / وقد تم ظهور هذه النظرية في نهاية الخمسينات وبداية الستينيات على يد الثنائي ميلر ومدجلياني فوضعا اقتراحين مهمين شكلا فيما بعد حجر الأساس لكل ما كتب حول هذا الموضوع، وظهرت حديثا في أواسط الثمانينات نظرية تعرف باسم نظرية تسلسل اختيار مصادر التمويل (Pecking – Order Theory) التي عرضها Myer في العام ١٩٨٤، وقد أدخلت عليها التعديلات في العام ١٩٨٩. وفيما يلي عرض بشيء من التفصيل لكل من هذه النظريات.

١. النظرية التقليدية The Traditional Theory

بإمكان الشركات بهذه النظرية الوصول إلى مزيج أمثل لعناصر الهيكل التمويلي وذلك من خلال استخدام الاقتراض بشكل معقول لزيادة القيمة السوقية للشركة، ولم تذهب هذه النظرية إلى تحديد كمية الاقتراض المعقولة، وانما دعت الشركات إلى المحافظة على التوازن بين درجة

المخاطرة المرتبطة بزيادة حجم الديون من جهة والانتفاع من مزاياها من جهة أخرى، وذلك لأن الخطر التمويلي سيزداد إلى درجة يهدد وجود الشركة ومستقبلها في حالة زيادة الديون عن الحد المعقول (وفقا لهذه النظرية) وقد مثلت هذه النظرية بدايات تكوين ما اصبح يعرف لاحقا بمفهوم الرفع المالي (Financial Leverage) ولم تكن لهذه النظرية أبعاد تطبيقية تذكر.

٢. نظرية (M&M):

تعتبر هذه النظرية من أبرز الإنجازات في أدبيات التمويل إذ تنفي هذه النظرية أية علاقة للهيكل التمويلي بالقيمة السوقية للشركة، وذلك يعني أن القرار التمويلي لا يرتبط بانخفاض القيمة السوقية للشركة أو ارتفاعها، وانما يحدده القرار الاستثماري فقط.

وقد جاءت هذه النظرية على شكل مقترحين ، ظهر أولهما في العام ١٩٥٢ وظهر الثاني في العام ١٩٦٣، ويقوم المقترح الأول على مجموعة من الافتراضات النظرية البحتة أهمها:-

١. وجود سوق تتمتع بالمنافسة الكاملة، ويحكم تصرفات المتعاملين فيها المنطق الاقتصادي الرشيد.
٢. يتمتع المتعاملون في هذه السوق بالمعرفة الجيدة والكاملة لأوضاع السوق بسبب توفر المعلومات الرخيصة لهم جميعا في الوقت نفسه.
٣. ليس هناك أية ضرائب على الأرباح الناجمة عن التعاملات في السوق.
٤. ليس هناك تكاليف لعقد الصفقات التي تتم في السوق وتنفيذها.
٥. يتطور لدى جميع المتعاملين في السوق توقعات متماثلة بخصوص مستقبل أداء الأسهم المتداولة فيها.

وقد خلص هذا المقترح من خلال استخدامه للبراهين الرياضية إلى استنتاج، مفاده أن الشركات المتماثلة في كل أوج أنشطتها و تتمايز في هياكل تمويلها، تتساوى في القيمة السوقية، وبالتالي لن يؤثر الرفع المالي على القيمة السوقية للشركات، كما ذهبت إلى ذلك النظرية التقليدية، إلا أن واضعي النظرية عادا في العام ١٩٦٣ وحرراها من قيد الضرائب وخلصا إلى أن القيمة السوقية للشركة المقترضة تفوق مثيلاتها المعتمدة على أموال الملكية، وتنجم هذه الميزة عما يعرف بالدرع الضريبي لفوائد الاقتراض (TAX Shelter) وعليه فان أقصى قيمة سوقية للشركة تتحقق عندما يقتصر تمويل الشركة على أدوات الاقتراض فقط وذلك حسب المقترح الثاني.

تعرضت هذه النظرية لانتقادات عدة على أرضية مثالية افتراضاتها، وعدم واقعية هذه الافتراضات، ومن أبرز هذه الانتقادات تلك المتعلقة بإمكانية إحلال الافتراض الشخصي محل افتراض الشركات وبمعدلات الفوائد نفسها، وانعدام تكاليف الصفقات ، وتجاهل تكاليف الإفلاس (Ankruptcy Costs) وتكاليف الوكالة (Agency Cost) الناجمة عن فصل الملكية عن الإدارة في الشركات المساهمة الحديثة وعلى الرغم من هذه الانتقادات، إلا أن هذه النظريات شكلت وما زالت

تشكل إحدى الدعائم الأساسية لنظرية الهيكل التمويلي والعديد من النظريات والدراسات اللاحقة في أدبيات التمويل. ففي العام ١٩٧٧ طور ميلر (Miller) –وبمفرده– نموذجاً عرف باسمه تناول فيه تأثير التمايز في معدلات الضريبة على دخل الأفراد من جهة، ودخل الشركات من جهة أخرى، وتأثير ذلك على تكلفة الاقتراض لكلا المجموعتين. وخلص ميلر إلى أن اخذ عامل الضرائب بعين الاعتبار يقلل من منافع الاقتراض المطلق للشركات المساهمة العامة. إذن من الممكن تعظيم القيمة السوقية للشركات من خلال وجود الرفع المالي.

وتلت هذه الدراسة دراسات أخرى منها التي قام بها جينسن ومكليتج (Jensen & Meckling) في العام ١٩٧٦ حول علاقة تكاليف الوكالة بالهيكل التمويلي تبين أن هناك تأثيرا سلبيا للاقتراض على القيمة السوقية للشركة، وهذا ناجم عن زيادة تكاليف الرقابة والمتابعة لأعمال إدارة الشركة وتكاليف ناجمة عن ضعف في الكفاءة الإدارية (Efficiency Costs). وأضافت دراسة بيرني وزملاؤه في العام ١٩٨٤ عنصرا جديدا للتحليل وهو تكاليف مخاطر الإفلاس، إذ بينت الدراسة أن تكاليف الاقتراض تزيد من التكاليف وهو مخاطر الإفلاس، فكلما توسعت الشركة بالاقتراض ارتفع هذا النوع من التكاليف ،وبالتالي ارتفع المتوسط المرجح لهيكل راس المال (WACC). وفي دراسة ميدانية قام بها التمان (ALTMAN, 1984) لعشرات الشركات التي أعلنت إفلاسها تبين أن هذا النوع من التكاليف مرتفع جدا، و يفوق في غالب الأحيان القيمة السوقية للشركة.

وقام جنسن (JENESN, 1986) بتطوير مفهوم تكاليف الوكالة فيما يتصل بالهيكل التمويلي ليشمل تكاليف سوء استخدام السيولة الزائدة في حال توفرها من قبل إدارة الشركة؛ لتخدم مصلحتها الشخصية على حساب مصالح المساهمين، وهذا ما اسماه بنظرية فائض النقدية (Free Cash Flow Theory)، وبناء على هذه النظرية فان الاقتراض سيوفر فرصا افضل للرقابة على إدارة الشركة، إذ من المتوقع أن تستخدم الأموال المقترضة بداية في الاستثمارات الجديدة، ومن ثم في شراء جزء من اسهم الشركة المتداولة في السوق، وفي النهاية ستوجه الأموال المتبقية لخدمة ديون الشركة، وعليه فستقل أمام الإدارة فرص سوء استخدام النقدية الزائدة، ومن جهة أخرى وبناء على هذه النظرية فان إدارة الشركة ستعمل دوما في حالة الاقتراض تحت تهديد الفشل المالي مما يملي عليها أن تعمل بكفاءة اكبر، لتجنب ذلك، الأمر الذي سيخفض تكاليف الوكالة، إلا ان مقترحات جنسن لم تعط الإجابة عن السؤال المهم التالي: ما هو حجم الاقتراض الأمثل في هيكل رأس المال؟ واستكمالا لجهود جنسن في هذا المجال، قام برنانكي (Bernanke, 1989) بمراجعة نظرية فائض النقدية في محاولة منه لتفسير نطاق استخدام الرفع المالي وتشخيصه في الشركات خلال عقد الثمانينيات.

٣. نظرية تسلسل اختيار مصادر التمويل (The Pecking – Order Theory)

قدم مايرز هذه النظرية (Myers,1984)، وتعود جذورها إلى دراسة مسحية قام بها دونالدسن (Donalson) في العام ١٩٦٠ حول مسلك الشركات التمويلي، واستناداً إلى هذه النظرية فإن ترتيب التمويل طويل الأجل حسب أفضليته للشركات يكون على النحو التالي:

أولاً: التمويل الذاتي (الأرباح المحجوزة والاحتياطات).

ثانياً: في حالة وجود حاجة للتمويل الخارجي فعلى الشركة أن تقوم أولاً بإصدار سندات دين، وأن تلجأ بعدئذ لإصدار الأدوات المالية الهجينة كالسندات أو الأسهم الممتازة القابلة للتحويل، ويأتي إصدار الأسهم العادية كملاذ أخير.

ربطت هذه النظرية – أيضاً – سياسة توزيع الأرباح بتسلسل المسلك التمويلي سالف الذكر، إذ أكدت على إدارات الشركات أن تكيف سياستها في توزيع الأرباح مع القروض الاستثمارية المتاحة، فإذا فاقت النفقات النقدية الداخلية النفقات النقدية الخارجية، فإن الشركة ستحتفظ بالفائض على شكل نقدية أو على شكل استثمارات مؤقتة أو تقوم بتوزيع الأرباح أو استرداد جزء من أسهمها المتداولة أو سداد ديون عليها، وفي حالة حدوث العكس ، فإن الشركة ستستخدم فائض النقدية لديها، أو تبيع جزءاً من استثماراتها المؤقتة ، أو تلجأ للاقتراض الخارجي أو أنها ستقوم في نهاية المطاف بإصدار أسهم عادية، وعليه فإن هذه النظرية بينت العلاقة التبادلية بين توزيع الأرباح والقرارات الاستثمارية و التمويلية.

ويمكن القول أن هذه النظرية تنسجم مع نظرية الرفع المالي، ومع نظرية المحتوى الإعلامي غير المتوازن (Asymmetric Information Signaling Theory)، إذ تشير النظرية الأولى إلى أنه إذا قاد التغير في الهيكل التمويلي إلى زيادة (أو نقصان) في درجة الرفع المالي فإن ذلك سيكون له إنعكاسات إيجابية (أو سلبية) على أسعار أسهم الشركة المتداولة في السوق، وبالتالي فإن التمويل بالأقتراض هو أفضل من التمويل بالملكية. أما النظرية الثانية فبينت أن اختيار الشركة لمصادر التمويل الخارجية يحمل في طياته للسوق دلالات معلوماتية غير إيجابية حول ربحية الفرص الاستثمارية المتاحة لها حالياً، مما سينعكس سلبا على أسعار أسهمها المتداولة في السوق، وبالتالي فإن مصادر التمويل الداخلية (أرباح محجوزة) لها أفضلية على مصادر التمويل الخارجية، إضافة إلى ذلك، فإن النظرية الثانية تشير إلى أن اختيار الشركة لإصدارات أدوات ملكية يحمل في طياته رسالة (Signal) إلى السوق مفادها أن أسعار أسهم هذه الشركة مقيمة بأكثر من قيمتها الحقيقية (Overvalued) التي تعلمها إدارة هذه الشركة فقط. وعليه فلمصدر التمويل الخارجي بالاقتراض أفضلية على التمويل بالملكية.

الاختبار العملي لنظريات هيكل رأس المال

أشارت نتائج العديد من الدراسات والأبحاث، والتي اختبرت هذه النظريات السابقة للشركات المساهمة العامة وانعكاساتها على أسعار أسهمها السوقية، إلى ما يلي:

١. يؤدي إصدار أدوات الاقتراض إلى ارتفاع أسعار أسهم الشركات المصدرة.
٢. يؤدي إصدار أدوات الملكية إلى انخفاض أسعار أسهم الشركات المصدرة.
٣. يؤدي إصدار الأدوات المالية القابلة للتحويل (وخاصة السندات) إلى إنخفاض أسعار أسهم الشركات المصدرة.

تنسجم نتائج الاختبارات الميدانية السابقة جميعها مع توقعات نظرية الرفع المالي(المشار إليها سابقاً) باستثناء تلك المتعلقة بإصدار السندات القابلة للتحويل، فبالرغم من أن هذه الإصدارات تبدو وكأنها تزيد من درجة الرفع المالي للشركات المصدرة، إلا أنها تقابل بردة فعل سلبية من قبل السوق، دعا هذا التناقض الظاهري بين هذه النتائج ونظرية الرفع المالي كثيراً من الباحثين إلى إجراء الدراسات لتفسيره، فأشارت دراسات ميدانية لاحقة أن السندات القابلة للتحويل تحمل في جوهرها خصائص أموال الملكية، وبالتالي فهي تؤدي إلى انخفاض الرفع المالي وليس إلى زيادته، ومن هنا فقد أعادت هذه الدراسة الانسجام بين نظرية الرفع المالي وردة فعل السوق تجاه هذا النوع من الإصدارات، أما نظرية المحتوى الإعلامي فالمتوقع أن تحمل جميع إصدارات الملكية أشارت (دلالات) سلبية للسوق وبالتالي تخفيض سعر سهم الشركة المصدرة، والعكس صحيح بالنسبة لإصدارات الدين، فقد أثبتت الدراسات التي اختبرتها صحة هذه التوقعات. ففي دراسة ترافلوس (Travlos, 1987) حول أثر نوع التمويل في عمليات الاندماج والانضمام على قيمة أسهم الشركات القابضة عند الإعلان عن الصفقة، تبين أن السوق يستجيب بشكل سلبي (أو إيجابي) لإصدارات الأسهم (أو السندات) في تمويل عمليات الاندماج. و باختصار فإن الدليل المتوفر حول تأثير نوع الإصدار التمويلي على قيمة أسهم الشركة بالسوق يؤيد ما ذهبت إليه توقعات النظريتين السابقتين (نظرية الرفع المالي ونظرية المحتوى الإعلامي) بخصوص أفضليات مصادر التمويل.

تكلفة رأس المال:

تكلفة رأس المال تعني تكلفة مصادر التمويل المختلفة والتي تستخدمها الشركة في تمويل استثماراتها طويلة الأجل ومن هذه المصادر، الإقتراض، الأسهم الممتازة، الأسهم العادية والأرباح المحجوزة، ولحساب تكلفة رأس المال المرجحة أهمية كبيرة خاصة عند استخدامها لتحديد الجدوى الاقتصادية للمشاريع المختلفة. فعند استخدام صافي القيمة الحالية يتم استخدام تكلفة رأس المال كمعدل

خصم، أما عند استخدام معدل العائد الداخلي فيتم مقارنة هذا المعدل مع تكلفة رأس المال حتى نستطيع اتخاذ قرار بالاستثمار أو عدم الاستثمار في المشروع.

وفي كل الحالات فإن انخفاض تكلفة رأس المال يؤدي إلى تعظيم قيمة المنشأة، وكلفة رأس المال التي يتم استخدامها هي تكلفة رأس المال المرجحة والتي يتم حسابها عن طريق إيجاد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل وترجيحها بما يتناسب مع مجموع المصادر.

ولابد من الإشارة هنا إلى أن تكلفة التمويل لكل مصدر من مصادر التمويل هي عبارة عن العائد الذي يجب أن تحققه الأوراق المالية التي تصدرها الشركة لتتمكن من تسويقها وقبولها من قبل المستثمرين في الأسواق المالية، وبناءً على ذلك فإن تكلفة التمويل تختلف باختلاف مصدر التمويل بسبب اختلاف معدل العائد المطلوب والذي يتغير تبعاً لخطر الأوراق المالية الناتجة عن مصدر التمويل، إذ أن العائد المطلوب على الاستثمار يتناسب طردياً مع خطر الاستثمار.

ومثال ذلك يعتبر التمويل بالدين عن الطريق إصدار سندات أرخص مصادر التمويل لأنها الأقل خطراً من وجهة نظر المستثمر؛ لأن السندات تحصل على الفائدة قبل توزيع الأرباح على الأسهم الممتازة والعادية، وفي حالة إفلاس الشركة فإن سندات الدين لها حق أولوية على غيرها من المصادر الأخرى، وبناءً على ذلك فالمستثمرون يطلبون معدل فائدة على السندات أقل من العائد المطلوب لشراء الأسهم العادية أو الممتازة.

كما أن معدل الفائدة على السندات عادة أقل من معدل الفائدة على القروض المصرفية إذا تساوت الآجال؛ لأن سندات الدين أكثر سيوله من القروض ويمكن تداولها في الأسواق المالية، إلا أنه لابد من الإشارة أنه إذا احتاجت بعض المؤسسات العاملة في الأسواق النقدية المتطورة إلى سيولة تقوم ببيع جزء من قروضها إلى بنك آخر بخصم من قيمتها الاسمية، إذ يتابع البنك المشتري عمليه تحصيل الفوائد وسداد القروض، أما بالنسبة للأسهم الممتازة فانها أعلى تكلفة من الاقتراض، ولكنها أقل تكلفة من الأسهم العادية لأن الاستثمار في الأسهم الممتازة أكثر مخاطرة من الاستثمار في السندات وأقل مخاطرة من الاستثمار في الأسهم العادية.

وسنقوم فيما يلي بحساب تكلفة كل من مصادر التمويل التالية:

١. تكلفة الدين.
٢. تكلفة الأسهم الممتازة.
٣. تكلفة الأسهم العادية.
٤. تكلفة الأرباح المحجوزة.

أولاً: كلفة الديون

إن تكلفة الدين على الشركة هو عبارة عن معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين للقبـول باقراض الشركة.

وهناك عدة حالات لحساب تكلفة الديون منها:

أ. تكلفة القروض التي تسدد بالتقسيط حسب جدول زمني محدد .
ب. تكلفة الديون التي تستحق دفعة واحدة بعد فترة زمنية معينة .
ج. تكلفة الديون الأبدية (المستمرة) .

أ. تكلفة القروض التي تسدد بالتقسيط حسب جدول زمني محدد:

في هذه الحالة إن تكلفة الدين تساوي معدل الخصم الذي يجعل قيمة القرض الذي تم الحصول عليه مساوياً للقيمة الحالية للفوائد المسددة زائد القيمة الحالية للمبلغ المسدد، ويتم اسـتخدام المعادلـة التالية لايجاد تكلفة الدين:

$$\text{قيمة القرض الذي تم الحصول عليه} = \frac{\text{مجموع الفوائد}}{(1+ع)^{ن}} + \frac{\text{المبلغ الأصلي المقترض}}{(1+ع)^{ن}}$$

وفي هذه الحالة فإن قيمة (ع) تمثل التكلفة الفعلية للقرض، ويمكن إيجاد قيمة (ع) عن طريـق التجربة والخطأ. وبسبب صعوبة استخدام هذه المعادلة ، ونحتاج إلى وقت طويل لإيجـاد قيمـة (ع) خاصة، إذا كان القرض يسدد على عدد كبير من الأقساط، لذلك يمكن استخدام المعادلة التالية لايجاد تكلفة الدين مباشرة:

$$\text{تكلفة القرض (ع)} = \frac{2 \times \text{عدد دفعات تسديد القرض في السنة} \times \text{إجمالي الفائدة المستحقة}}{\text{قيمة القرض الممنوح (إجمالي عدد دفعات القرض + 1)}}$$

$$ع = \frac{2 \times ن_1 \times ف}{أ\ (ن + 1)}$$

مثال:

اقترضت إحدى الشركات مبلغ ٢٠٠٠ دينار بفائدة ٦% سنوياً، وتم الاتفاق على تسـديد هـذا القرض على دفعات شهرية متساوية على مدى سنتين.

المطلوب: ايجاد التكلفة الفعلية لهذا الدين قبل الضريبة وبعدها إذا كانت معدل الضريبة ٤٠%.

$$ع = \frac{٢ن\ ١ف}{أ(ن+١)}$$

ن١=١٢ دفعة في السنة (شهرية) .

إجمالي الفائدة (ف) = ٦% × ٢٠٠٠ × ٢ = ٢٤٠ دينار.

أ = ٢٠٠٠ دينار . ن(عدد الدفعات)=١٢×٢=٢٤ فترة.

$$ع = \frac{٢ \times ١٢ \times ٢٤٠}{٢٠٠٠(٢٤+١)} = \frac{٥٧٦٠}{٥٠٠٠٠} = ١١.٥٢\%$$

وهي التكلفة قبل الضريبة الفعلية لهذا القرض، لذلك عند قياس تكلفة الدين لابد من استخدام التكلفة الفعلية لهذا الدين وليس معدل الفائدة الإسمية، ونلاحظ أن الفائدة الفعلية أكبر من الفائدة الاسمية والسبب في ذلك أن الشركة لم تستفد من كامل المبلغ طيلة الفترة؛ لأنها تبدأ بالتسديد مباشرة بعد أخذ القرض.

تكلفة الدين بعد الضريبة = ١١.٥٢% (١-٤٠%) = ٦.٩% .

ب. تكلفة الديون التي تستحق دفعة واحدة بعد فترة زمنية معينة:

في هذه الحالة أيضاً تكون تكلفة الدين هي معدل الخصم الذي يجعل القيمة الحالية للفوائد زائد القيمة الحالية للقيمة الاسمية للدين يساوي قيمة الدين، وهذه الحالة يمكن استخدامها لايجاد تكلفة السندات، والسندات إما أن تصدر بالقيمة الاسمية، أو بعلاوة إصدار أو بخصم إصدار، وسنناقش كلاً من هذه الحالات على حداه.

١. عندما تصدر السندات بنفس القيمة الإسمية:

تكون المعادلة الأساسية التي سيتم الاعتماد عليها في كل الحالات هي:

$$تكلفة\ الدين = \frac{ف + \left[\frac{س - ع}{ن}\right]}{\frac{س + ع}{2}}$$

مثال:

أصدرت إحدى الشركات سندات قيمتها الإسمية ١٠٠٠٠٠ دينار تستحق بعد ٢٠ سنة ،ومن المتوقع بيع هذه السندات بنفس القيمة الاسمية ،وكانت تكاليف الإصدار تساوي ٢% من القيمة الاسمية، ومعدل الفائدة ٠.١.

المطلوب: إيحاد تكلفة الدين قبل وبعد الضريبة .

$$ع = \frac{ف + \left[\frac{س - ع}{ن}\right]}{\frac{س + ع}{2}}$$

الفائدة السنوية = ١٠٠٠٠٠ × ١٠% = ١٠٠٠٠ دينار .

ق س (القيمه الإسمية) = ١٠٠٠٠٠ دينار

ق ع (المبلغ الذي تم تحصيله) = ١٠٠٠٠٠ – ٢% × ١٠٠٠٠٠ = ٩٨٠٠٠ دينار

$$= \frac{10000 + \left[\frac{100000 - 98000}{20}\right]}{\frac{100000 + 98000}{2}} = \frac{10100}{99000} = ١٠.٢ \%$$

التكلفة بعد الضريبة = ١٠.٢% (١–٤٠%) = ٦.١%

٢. **عندما تصدر السندات بعلاوة إصدار:**

يتم – في هذه الحالة – بيع السندات بقيمة أكبر من قيمتها الاسمية، وتنشأ عندما يكون معـدل الفائدة السائد في السوق أقل من معدل الفائدة على السندات،وتعتبر هذه العلاوة تعويضاً للشركة عن فرق سعر الفائدة .

مثال:

أصدرت إحدى الشركات سندات قيمتها الإسمية ١٠٠٠ دينار وبمعدل فائدة ١٠%، وبيع السند بقيمة ١١٠٠ دينار ومدة السند ٥ سنوات، فما هي كلفة هذا الدين قبل وبعد الضريبة إذا كان معـدل الضريبة يساوي ٤٠%؟

$$ع = \frac{ف + \left[\frac{س - ع}{ن}\right]}{\frac{س + ع}{2}}$$

الفائدة (ف) = ١٠٠٠ × ١٠% = ١٠٠

ق س = ١٠٠٠

ق ع = ١١٠٠   ن = ٥ سنوات

$$ع = \frac{\left[\frac{1100-1000}{5}\right]+100}{\frac{1100+1000}{2}} = \frac{80}{1050} = ٧.٦\%$$ التكلفة قبل الضريبة

التكلفة بعد الضريبة = ٧.٦% (١-٤٠%) = ٤.٥٧%

٣. عندما تصدر السندات بخصم إصدار:

يتم – في هذه الحالة – بيع السندات بقيمة أقل من قيمتها الاسمية، وتنشأ هذه الحالـــة عنـــدما يكون معدل الفائدة السائد في السوق أكبر من معدل الفائدة على السندات، لذلك يشتري المستثمر السند بأقل من قيمته الاسمية، ويسترده في تاريخ الاستحقاق بنفس قيمته الاسمية، ويعتبر ذلــك تعويضـــاً للمستثمر عن فرق سعر الفائدة.

مثال:

أصدرت إحدى الشركات سندات قيمتها الاسمية ١٠٠٠ دينار وتحمـــل معـــدل فائـــدة ١٠%، وبيعت هذه السندات بسعر ٩٠٠ دينار وتستحق بعد ٥ سنوات ومعدل الضريبة ٤٠%.

$$ع = \frac{ف + \left[\frac{س - ع}{ن}\right]}{\frac{س + ع}{2}}$$

$$= \frac{\left[\frac{900-1000}{5}\right]+100}{\frac{900+1000}{2}} = \frac{120}{950} = ١٢.٦\%$$

التكلفة بعد الضريبة = ١٢.٦ (١-٤٠%) = ٤.٥٧% .

يلاحظ من الأمثلة السابقة طرح ٤٠% من تكلفة الفائدة وهو معدل الضريبة، والسبب في ذلك أن مصروف الفائدة يخصم من الايرادات لغرض حساب ضريبة الدخل، مما يعني أن الدولة تتحمـــل جزءاً من الفوائد مساوياً لنسبة الضريبة المذكورة، لذلك فان الوفورات الضريبية تقلل من كلفة الدين.

ثانياً: تكلفة الأسهم الممتازة:

إن تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة تساوي معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين للاستثمار في هذه الأسهم، وبما أنها أوراق مالية لا يوجد لها تاريخ استحقاق (أبدية)، وتوزع أرباحاً ثابتة، لذلك فإن العائد المطلوب في هذه الحالة يساوي التوزيعات مقسومة على سعر بيع السهم في السوق، وذلك بعد معالجة تكاليف الإصدار، وتكون معادلة تكلفة الأسهم الممتازة على النحو التالي:

$$ع = \frac{ت}{س(1-ك)}$$

ع ← العائد المطلوب (التكلفة)

ت ← التوزيعات

س ← سعر السهم

ك ← التكاليف

مثال:

أصدرت إحدى الشركات أسهماً ممتازة القيمة الإسمية للسهم ١٠٠ دينار ويباع في السوق بنفس السعر، وقد بلغت مصروفات الإصدار ٢.٥% وكانت الشركة توزع أرباحاً بنسبة ١١.٧% فما هي تكلفة هذا السهم .

التوزيعات = ١١.٧% × ١٠٠ = ١١.٧ دينار

$$ع = \frac{11.7}{100(1-2.5\%)}$$ = ١٢% وهي تكلفة السهم الممتاز

ولا يحتاج حساب الكلفة هنا إلى معالجة ضريبية، لأن مقسوم الأرباح لا يعامل ضريبياً على أنه ضمن المصروفات، بل يعتبر توزيعاً للأرباح الصافية .

ثالثاً: تكلفة الأسهم العادية:

إن تكلفة الأسهم العادية تساوي معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين للاستثمار في هذه الأسهم، ويتم استخدام المعادلة التالية لايجاد معدل العائد المطلوب.

$$ع = \frac{ت1}{س(1-ك)} + م$$

ت١ ← التوزيعات المتوقعة للسهم في السنة المقبلة .

س ← سعر السهم في السوق .

م ← معدل النمو السنوي المتوقع لسعر السهم في السوق .

ك ← تكاليف إصدار الأسهم .

مثال:

اشترى أحد المستثمرين سهماً عادياً لإحدى الشركات بسعر ١٠٠ دينار، وكان يتوقع توزيع أرباح بمقدار ١٠ دنانير ومن المتوقع أن يصبح سعر السهم بعد سنة ١٢٥ دينار، فما هي التكلفة الأولية للأسهم العادية؟

نلاحظ أن هذا السهم لم يتم إصداره وهو متداول في السوق، ومن الصعب تحديد تكلفة الإصدار، لذلك نسميها في هذه الحالة التكلفة الأولية.

ت١ = ١٠

س = ١٠٠

نسبة النمو = ٢٥ = ٢٥%

١٠٠

التكاليف = صفر

ع = $\frac{10}{100}$ + ٢٥% = ٣٥%

مثال:

أصدرت إحدى الشركات أسهماً عادية ويمكن أن يباع السهم في السوق ب ٢٠٠ دينار، ويتقاضى بنك الاستثمار نسبة ١٠% مقابل أتعاب، من المتوقع أن يكون سعر السهم خلال سنة ٢٥٠ دينار، وستوزع أرباح بمقدار ٢٠ ديناراً للسهم، فما هي تكلفة الأسهم العادية في هذه الحالة؟

ت١ = ٢٠

س = ٢٠٠

نسبة النمو = $\frac{200-250}{200}$ = ٢٥%

التكاليف = ١٠%

ع = $\frac{20}{200(1-10\%)}$ + ٢٥% = $\frac{20}{180}$ + 25% = ٣٦.١١%

رابعاً: كلفة الأرباح المحجوزة:

كلفة الأرباح المحجوزة هي كلفة الفرصة البديلة المتمثلة بعدم توزيع الأرباح السنوية على المساهمين، وهي من الناحية النظرية تساوي التكلفة الأولية للتمويل بالملكية (الأسهم العادية)، ويمكن تشبيه التمويل عن طريق الأرباح المحجوزة وكأن الشركة قد وزعت الأرباح على المساهمين، وأصدرت لهم أسهماً عادية جديدة، واشترت هذه الأسهم منهم دون اللجوء إلى بنوك الاستثمار، لذلك ستكون تكلفة الأرباح المحجوزة تساوي العائد المطلوب من قبل المساهمين للاستثمار في أسهم الشركة، و يمكن القول أنها تساوي التكلفة الأولية للتمويل بالملكية.

أما من الناحية العملية فإن تكلفة الأرباح المحجوزة قد تكون أقل من التكلفة الأولية للتمويل بالملكية، وبخاصة إذا كانت الأرباح الموزعة على المساهمين خاضعة لضريبة الدخل، وكذلك إعادة استثمار هذه الأرباح يحتاج إلى عمولة تدفع لشركات الوساطة، وبناء على ذلك يمكن القول بأن تكلفة

الأرباح المحجوزة أقل من التكلفة الأولية للتمويل بالملكية بواحد – نسبة الضريبة مضـــروبة بواحــد ناقص معدل عمولة الوساطة، فتصبح تكلفة الأرباح المحجوزة كما يلي:

كلفة الأرباح المحجوزة = التكلفة الأولية للتمويل بالملكية (١– سبة الضريبة) (١– سبة العمولة)

مثال:

لو استخدمنا المعلومات الموجودة في المثال السابق عندما كانت التكلفة الأولية تســاوي ٣٥% وأن نسبة الضريبة ٣٠% وعمولة إعادة استثمار الأرباح تساوي ٥%، فمــا هــي تكلفــة الأربــاح المحجوزة؟

تكلفة الأرباح المحجوزة = ٣٥% (١–٣٠%) (١–٥%)

= ٣٥% × ٧٠% × ٩٥%

= ٢٣.٢٨%

نلاحظ أن تكلفة الأرباح المحجوزة أقل من تكلفة الأسهم العاديــة، بســبب تــوفير الضــريبة والعمولة على المساهمين، لذلك من المنطق أن يكون العائد المطلوب من قبل المساهمين أقل.

التكلفة المرجحة لرأس المال Weighted Average Cost of Capital

تسعى إدارة الشركة عادة للوصول إلى الهيكل الأمثل لرأس المال الذي هو مزيج من المديونية والأسهم الممتازة والأسهم العادية والأرباح المحجوزة الذي يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للشركة.

ويمكن ايجاد التكلفة المرجحة لرأس المال عن طريق ايجاد تكلفة كل مصــدر مــن مصــادر التمويل وحده، ثم ضرب هذه التكلفة في نسبة هذا المصدر إلى مجموع المصادر، ثم يتم جمع تكلفــة كل العناصر التي تساوي بمجموعها التكلفة المرجحة لرأس المال.

مثال: ظهرت المعلومات التالية عن مصادر التمويل لإحدى الشركات.

مصدر التمويل	النسبة إلى مجموع رأس المال	كلفة المصدر قبل الضريبة
مديونية	٣٠%	١٠%
الأسهم الممتازة	١٠%	١٢%
الأسهم العادية	٣٥%	١٥%
الأرباح المحجوزة	٢٥%	١٣%

نسبة الضريبة = ٤٠%، فما هي الكلفة المرجحة لرأس المال، على افتراض أن هذه النســب تمثل الهيكل الأمثل لرأس المال؟

الحل:

في البداية نجد تكلفة المديونية بعد الضريبة = ١٠%(١–٤٠%) = ٦%

التكلفة المرجحة = ٦%×٣٠% + ١٢%×١٠% + ١٥%×٣٥% + ١٣%×٢٥%

= ١١.٥%

أهمية المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC

نستطيع الخروج على ضوء ما ذكر في الفصول السابقة بنتيجة مفادها بأن تكاليف مصادر التمويل تختلف باختلاف درجة المخاطرة المرتبطة بكل منها، وذلك عملا بالمقولة التي تقول بالعلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة (كما سنرى ذلك في الفصول اللاحقة، وتقاس تكلفة مصدر التمويل بالطريقة نفسها التي يقاس بها معدل العائد الداخلي (Internal Rate of Return)، اذ تكون من وجهة نظر الممول مماثلة لمعدل الخصم الذي ستتساوى عنده القيمة الحالية للعوائد النقدية المتوقع استلامها طيلة فترة اقتنائه للورقة المالية، إضافةالى مبلغ التمويل الذي زّوده أصلا للشركة.

ومع اختلاف الهيكل التمويلي من شركة لأخرى يختلف المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC)، ويعتبر هذا المقياس ذا أهمية بالغة في تقييم المشاريع الاستثمارية الراسمالية للشركة (Capital Budgeting)، فقد يستخدم كمعدل خصم للتدفقات النقدية المرتبطة بالاستثمار أو كمعيار لرفض أو قبول بدائل الاستثمار المتاحة. وبالتالي، فكلما انخفض هذا المعدل ازدادت قدرة الشركة التنافسية للاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة التي هى في الغالب محدودة، ومن هنا تنبع أهمية العلاقة بين الهيكل التمويلي وتكلفته من جهة، والقيمة السوقية للشركة من جهة أخرى، ولتعظيم هذه القيمة، الذي هو في النهاية هدف الشركة الرئيس، لا بد من الوصول إلى مزيج تمويلي يضمن أقل التكاليف.

أسئلة وتمارين

السؤال الأول

اقترضت إحدى الشركات مبلغ ١٠٠٠٠ دينار بفائده ١٠% سنويا وتم الاتفاق على تسديد هذا القرض على اقساط متساويه كل شهرين ولمده سنتين.

المطلوب: ايجاد التكلفه الفعليه لهذا الدين إذا كان معدل الضريبه ٢٠%.

السؤال الثاني:

أصدرت إحدى الشركات سندات قيمتها الاسميه ٢٠٠٠٠٠ دينار تستحق السداد بعد ١٠سنوات، وكانت تكاليف الأصدار تساوي ٣% من القيمه الاسميه ومعدل الضريبه ٢٠% والفائده على هذه السندات ٨%.

المطلوب: ايجاد التكلفه الحقيقيه لهذه السندات في كل من الحالات التاليه

- إذا صدرت بنفس القيمه الأسمية
- إذا صدرت بعلاوة إصدار ٥%
- إذا صدرت بخصم إصدار ٦%

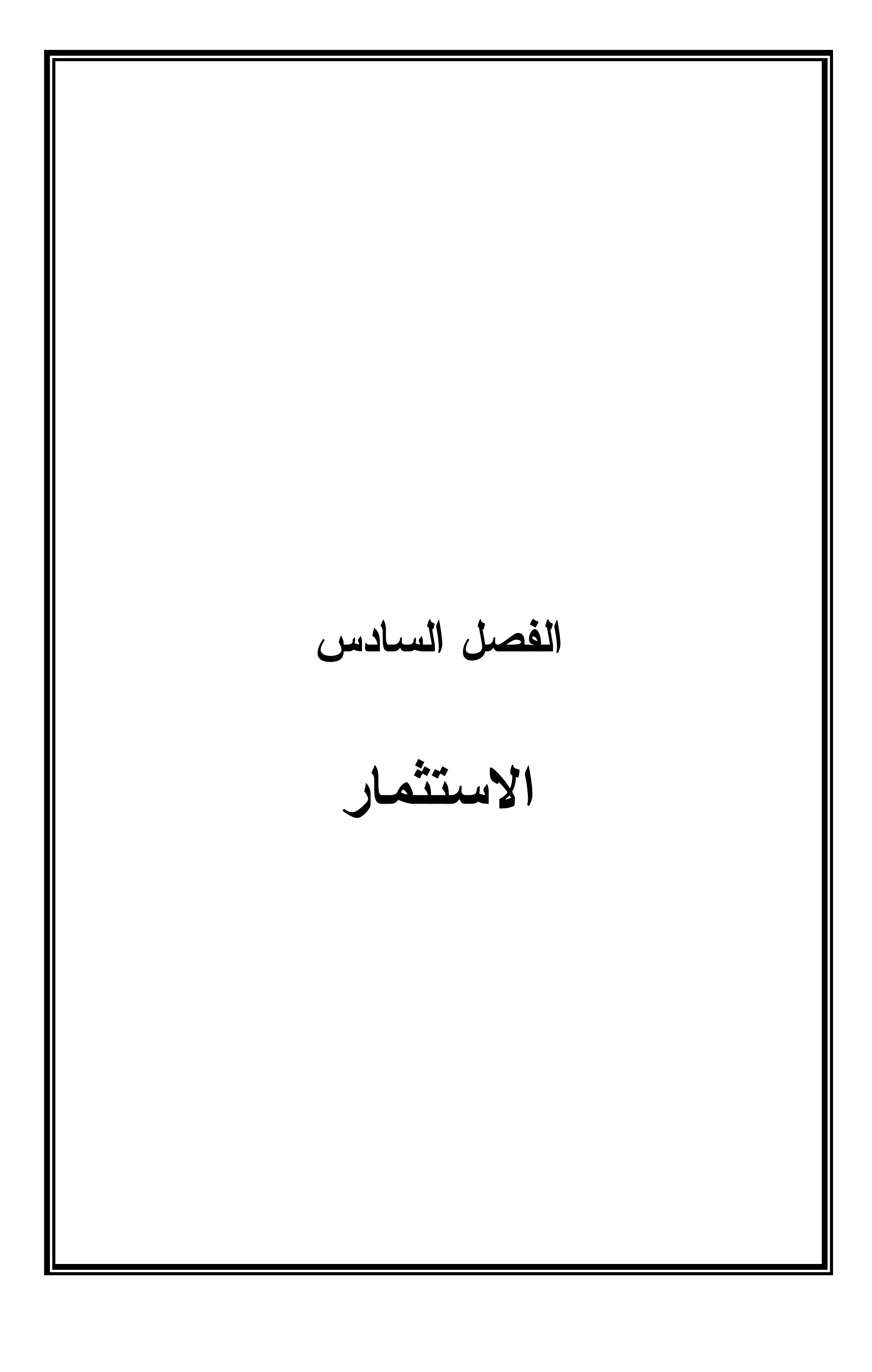
السؤال الثالث:

أصدرت احدى الشركات أسهماً عاديه وأسهماً ممتازه، ويباع السهم العادي في السوق بســـعر ١٢ ديناراً والسهم الممتاز بسعر ٢٠ ديناراً، وتكلفه إصدار الاسهم العاديه ٣ دنانير، والأسهم الممتازه بدينارين للسهم، والتوزيعات على الاسهم العاديه ٥ دنانير وعلى الأسهم الممتازه ٢% ونسبه النمـــو للاسهم العاديه ٥%.

المطلوب: حساب تكلفه الاسهم العاديه والأسهم الممتازه والأرباح المحجوزه.

السؤال الرابع:

معتمدا على الاسئله ١، ٢، ٣ أحسب تكلفه رأس المال المرجحه إذا كانت النسبه بين عناصر رأس المال (السندات، الأسهم العاديه، الأسهم الممتازه، الارباح المحجوزه) هي ٢:٥:٢:١



الفصل السادس

الاستثمار

الفصل السادس

الاستثمار

Investment

مفهوم الاستثمار: Investment Concept

يسعى كل منا لكسب النقود وإنفاقها، ونادراً ما يتساوى الدخل المحصل خلال فترة معينة مع الاستهلاك المرغوب به خلال نفس الفترة، ففي كثير من الأحيان نرغب بالحصول على سلع وخدمات تفوق في قيمتها الدخل الذي حصلنا عليه، وفي أحيان أخرى يتوفر لدينا أموالاً فائضة، وفي كلا الحالين نرى أن هناك حالة من عدم التوازن فيما بين الدخل النقدي الذي تحقق خلال فترة معينة والحاجات الاستهلاكية لنفس الفترة،هذه الحالة تدفع الإنسان إلى البحث عن حل لمشكلته، إما بالبحث عن مصدر للتمويل بالنسبة لأولئك الذين يعانون مشكلة العجز، أو انخفاض مستوى الدخل عن الحاجات الاستهلاكية للفرد، أو بالبحث عن مجال لاستخدام أموال أولئك الذي يمتلكون فوائض نقدية. وفي دراسة موضوع الاستثمار نهتم بأولئك الأشخاص الذين يمتلكون فوائض نقدية على وجه الخصوص.

ترى ما الذي يمكن أن يفعله الفرد بالفائض الذي حققه؟

يمكن لهذا الشخص أن يقوم بالبحث عن سلع وخدمات جديدة أو سلع وخدمات يرى انه بحاجة اليها، ليقوم بإشباع حاجاته، وبالتالي ستبرز أمام هذا الشخص بنود جديدة للإنفاق بطرق مختلفة تستنفذ ما لديه من فائض.

أو ان يقتنع بالمثل القائل "أحفظ قرشك الأبيض ليومك الأسود"، فيقوم بحفظ هذه الأموال في الخزنة، أو في الحديقة الخلفية للمنزل، أو في حساب جار في البنك، وذلك انتظاراً لفترة قادمة تتجاوز فيها حاجاتهُ الاستهلاكية قيمة دخلهِ فيقوم بتغطية العجز من خلال هذهِ الأموالِ، هذهِ العملية تسمى **ادخار Saving**، وفيها يقوم الفرد بتأجيل استهلاكه من فترة حالية إلى فترة مستقبلية، وبالطبع فإن مبلغ هذه المدخرات عند استرجاعه يكون مساوياً للمبلغ الذي وضع أصلاً، وكما نرى فإن المدخر يبغي الأمان المطلق لأمواله، ولكنهُ في المقابل لن يتوقع الحصول على أي عائد على هذه الأموال بل على العكس ربما يؤدي التضخم إلى تآكل القوة الشرائية لهذه المدخرات.

والخيار الثالث هو أن يتخلى هذا الشخص عن الحيازة الحالية للمبلغ الفائض لصالح جهة أخرى تستطيع الاستفادة من هذه الأموال وتحقيق عائد عليها، ومن ثم يحصل هذا الشخص بعد فترة من الزمن على مبلغ أكبر يمكنه من تلبية حاجات استهلاكية أكبر من تلك التي كان يستطيع تلبيتها بالمبلغ الأصلي.

إذن فهذه العملية تتضمن "**التضحية بمنفعة حالية كان من الممكن تحقيقها من إشباع استهلاك حالي، وذلك على أمل الحصول على منفعة مستقبلية أكبر يمكن تحقيقها من إشباع استهلاك مستقبلي**" وهو ما يطلق عليه الاستثمار Investment.

وما دام المستثمر يقبل مبدأ التضحية بالرغبة الاستهلاكية الحاضرة وليس مجرد تأجيلها، فيجب أن يكون مستعداً لتحمل درجة معينة من **المخاطرة Risk** بفقدانها كلها أو بعضها، وبناءً عليه يكون من حقه أيضاً أن يتوقع الحصول على مكافأة أو عائد Return يتناسب ومستوى المخاطر التي سيتحملها.

ومن جهة أخرى، فإن تأجيل الاستهلاك لفترة من الزمن يتضمن احتمال ارتفاع المستوى العام لأسعار السلع والخدمات، أو ما يسمى **بالتضخم Inflation**، وبالطبع فإن المستثمرين يطلبون تعويضاً على استثماراتهم إذا ما توقعوا حدوث مثل هذا الارتفاع في الأسعار، لأن مثل هذا الارتفاع يخفض القوة الشرائية للنقود Purchasing Power التي يتوقعون الحصول عليها، وبالتالي يضعف من قدرتهم على الاستهلاك في المستقبل.

ويمكن تعريف الاستثمار بناءً على المناقشة السابقة كما يلي: "**الاستثمار هو التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة زمنية معينة ولفترة من الزمن، بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن:**

١. الزمن الذي سيمر قبل أن يستطيع المستثمر استرجاع أمواله، (القيمة الزمنية للنقود في حالة عدم وجود تضخم أو مخاطرة).
٢. النقص المتوقع في قيمتها الشرائية بفعل عامل التضخم.
٣. المخاطرة المتمثلة باحتمال عدم تحقق هذه التدفقات.

فالمستثمر يقوم بعملية الاستثمار ليحصل على معدل عائد يعوضه عن هذه العوامل الثلاث، ويطلق على هذا المعدل: **معدل العائد المطلوب Required rate of return** من قبل المستثمر.

وبالطبع فإن المستثمر لن يدخل أي استثمار ما لم **يتوقع** الحصول على عائد من هذا الاستثمار **Expected Return** يساوي على الأقل معدل العائد المطلوب من قبله على مثل هذا الاستثمار.

وكما نرى فإن معدل العائد المطلوب يتوقف إلى حد كبير على درجة المخاطرة المرتبطة بالاستثمار، فالعلاقة بينهما طردية، أما مقدار العائد الإضافي الذي يطلبه المستثمر مقابل تحمله لمستوى معين من المخاطرة فيتوقف على طبيعة المستثمر ذاته كما سنرى.

الاستثمار والمضاربة: Investment and Speculation:

كثيراً ما يتردد مصطلح المضاربة Speculation بين المتعاملين في أسواق الأوراق المالية، ومع أن مصطلحي الاستثمار والمضاربة متداخلان إلى حد بعيد، إلا أنهما ليسا مترادفين.

ويمكننا تمييز الاستثمار عن المضاربة بفروق أساسية تتعلق بالعوائد المتوقعة والمخاطر المحتملة ومدة الاستثمار. إذ أن المضارب يركز على الاستثمار في الأجل القصير، لتحقيق أكبر قدر من الأرباح الرأسمالية الناتجة عن تقلبات الأسعار وفي أقصر فترة زمنية ممكنة، ويكون لديه الاستعداد لتحمل درجات عالية من المخاطر تفوق تلك التي يقبلها المستثمر العادي.

أما المستثمر فهو يركز على الاستثمار في الأجل الطويل، ويهتم بتحقيق عائد سنوي جيد من خلال توزيعات الأرباح التي يحصل عليها، والنمو الطبيعي لقيمة استثماراته، كما يحرص أن يكون هذا العائد بشكل منتظم ولأطول فترة ممكنة، بينما يكون استعداده لتحمل المخاطرة أقل من استعداد المضاربين، وتزداد عمليات المضاربة في الأسواق المالية في المواسم التي تشهد فيها تلك الأسواق حركة تداول نشطة، أو عندما تزداد تقلبات أسعار الأوراق المالية.

ويتواجد المضاربون في جميع الأسواق المالية في العالم، ووجودهم في هذه الأسواق أمر طبيعي طالما ظل في حدوده المعقولة، بل إن المضاربين يحققون خدمة كبيرة لهذه الأسواق، ويرجع ذلك إلى كونهم يقومون بتغيير تشكيلة استثماراتهم باستمرار بناءً على المعلومات التي يحصلون عليها من جميع المصادر، وبناءً على حسهم الاستثماري المرهف، وهذا التغيير المستمر يصنع العرض والطلب المستمرين على الأوراق المالية، وبالتالي فإن المضاربين يوفرون السيولة للأوراق المالية المتداولة في السوق.

خطوات اتخاذ القرار الاستثماري:

إن القيام بعملية الاستثمار Investment Process يتطلب من المستثمر اتباع خطوات محددة ومرتبة بطريقة منطقية، تساعده في اتخاذ قرارات رشيدة حول عدة أمور منها:

أي الاستثمارات سيختار؟ وكم يجب أن يستثمر في كل منها؟ وما هو التوقيت الصحيح لاتخاذ القرار الاستثماري؟ وهذه الخطوات هي:

١. وضع استراتيجية ملائمة للاستثمار.
٢. تحليل وتقييم البدائل الاستثمارية المتاحة.
٣. تشكيل محفظة الاستثمار.
٤. مراجعة مكونات المحفظة وتقييمها.
٥. تقييم أداء المحفظة بشكل دوري.

وفيما يلي شرح لهذه الخطوات مع ملاحظة أن مجال اهتمامنا سيكون منصباً على الاستثمار في الأوراق المالية، وهذا لا يمنع من إمكانية تطبيق نفس الخطوات على أي استثمارات أخرى.

أولاً: استراتيجية الاستثمار

يعتبر وضع استراتيجية ملائمة للاستثمار، الخطوة الأولى التي يجب أن يقوم بها المستثمر، وفي هذه المرحلة يجب على المستثمر أن يحدد الأهداف التي يسعى لتحقيقها، ومقدار الأموال التي سيقوم باستثمارها. وعند تحديد الأهداف ينبغي أن يقوم المستثمر بتحديد طبيعة العائد الذي يسعى لتحقيقه من حيث كونه عائداً جارياً أو عائداً رأسمالياً، والمخاطرة التي سيكون مستعداً لقبولها أثناء سعيه لتحقيق هذا العائد، ويجب أن يكون معلوماً لديه أن هناك علاقة طردية بين العائد والمخاطرة، لذلك فإن من يطلب عائداً مرتفعاً على استثماراته يجب أن يكون مستعداً لتحمل مخاطرة عالية، وأن من يرغب في تحمل مخاطرة قليلة لا بد له أن يرضى بالعائد القليل.

وعادة ما يتم تقسيم المستثمرين بشكل عام بالنسبة لميلهم تجاه عنصري العائد والمخاطرة، إلى ثلاثة أنماط هي:

١. **المستثمر المتحفظ** Conservative Investor: وهو مستثمر يعطي عنصر الأمان والأولوية على ما عداه، وبالتالي ينعكس نمط هذا المستثمر على قراراته الاستثمارية، فيكون حساساً جداً تجاه عنصر المخاطرة، وغالباً ما نجد هذا النمط عند كبار السن، وذوي الدخل المحدود.

٢. **المستثمر المضارب Speculator**: وهذا النمط على عكس سابقه، يعطي الأولوية لعنصر العائد على ما سواه، ولذا تكون حساسيته تجاه عنصر المخاطرة متدنية، فيكون على استعداد لدخول مجالات استثمارية خطرة، طمعاً في الحصول على معدلات مرتفعة من العائد على الاستثمار، ويمكن وجود هذه الفئة من المضاربين بين صغار السن ممن يتصرفون بمحافظ استثمارية كبيرة.

٤. **المستثمر المتوازن** Balanced Investor: وهو المستثمر الرشيد الذي يوجه اهتماماته لعنصري العائد والمخاطرة بقدر متوازن، وهكذا تكون حساسيته تجاه عنصر المخاطرة في حدود معقولة، تمكنه من اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة بعناية، تراعي تنويع الاستثمارات بكيفية تعظم العائد، وتدني درجة المخاطرة (كما سنرى لاحقاً) ويندرج تحت هذا النمط الغالبية العظمى من المستثمرين.

بالإضافة الى ذلك يجب على المستثمر أن يحدد مدى حاجته الى السيولة، والمدى الزمني لإستثماراته هل هو قصير أم طويل الأجل، بالإضافة الى ذلك يجب أن يفهم وضعه الضريبي بشكل سليم، وأن يحدد الوقت والجهد الذي سيكون مستعداً لبذله في إدارة استثماراته.

إن الخطوة الأولى هي وضع الاستراتيجية التي ستنتهي بالمستثمر إلى تحديد تلك الأنواع الرئيسية من الاستثمارات (الأوراق المالية)، التي تتناسب مع أهدافه وموارده ووضعه الضريبي، وبالتالي ستكون مرشحة لدخول محفظته الإستثماريه، أما التي لا تتناسب مع أهدافه وموارده فيتم استبعادها. فعلى سبيل المثال ليس من الملائم لمستثمر معفى من الضرائب أصلاً مثل صناديق

التقاعد، أن يقوم بالاستثمار في أوراق مالية معفاة من الضرائب، مثل تلك السندات التـي تصـدرها البلديات والحكومات المحلية في الولايات المتحدة، لأن تلك السندات تعطي عائداً قليلاً، ولا توفر ميزة إضافية بالنسبة لصندوق التقاعد.

ثانياً: تحليل وتقييم الأوراق المالية Security Analysis & Valuation:

تتطلب الخطوة الثانية في عملية الاستثمار القيام بتحليل أكبر عدد ممكن من الأوراق الماليـة وتقييمها بشكل إفرادي، والتي يتم اختيارها من تلك التي رشحت من الخطوة السابقة لدخول محفظـة المستثمر، وستنتهي هذه الخطوة بتحديد أدق لتلك الأوراق التي سيتم اختيارها من التي ستستبعد.

وهناك مدخلان أو أسلوبان رئيسيان يمكن استخدامهما في عملية التحليل وهما:

أ. التحليل الأساسي Fundamental Analysis

ب. التحليل الفني Technical Analysis

وسنتناولهما بشيء من التفصيل:

أ. مدخل التحليل الأساسي:

ينطلق المحللون الذين يستخدمون هذا الأسلوب في التحليل من التأكيد على وجود قيمة حقيقية أو جوهرية للورقة المالية (Intrinsic Value)، وهم يحاولون اكتشاف هذه القيمة من خلال تحليلهم للإطار الخاص بالعوائد والمخاطر لهذه الورقة المالية، ويمكن الوصول للقيمة الحقيقية لورقة ماليـة بخصم جميع التدفقات النقدية التي يتوقع المستثمر الحصول عليها من هذه الورقة، وذلك بمعدل خصم مناسب للوصول إلى قيمتها الحالية، والتي تساوي القيمة الحقيقية، وبالتالي فإن المحللين الأساسـيين (الذين يستخدمون هذا الأسلوب في التحليل)، يهتمون بتقدير حجم التدفقات النقدية المتوقع اسـتلامها، وتوقيت الحصول على هذه التدفقات، ومن ثم حساب القيمة الحالية لهذه التدفقات باستخدام معـدل أو معدلات خصم مناسبة ، تساوي معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر للاستثمار في مثل هذه الورقة المالية، ويعكس هذا المعدل درجة المخاطرة المرتبطة بالورقة المالية والعائد الذي يمكن تحقيقه على استثمارات منافسة في السوق.

ولأجل تقدير قيمة التدفقات النقدية وتوقيتها (التي تعتمد على القوة الايرادية للمنشأة فـي حالـة الأسهم العادية)، فإن المحللين الأساسيين يهتمون بدراسة ثلاث مجموعات من المعلومات وتحليلها وهي:

أ. تحليل المعلومات المتعلقة بالوضع الاقتصادي العام Economic Analysis التي يمكـن أن يكون لها تأثير على أسعار الأسهم، ومن بين المتغيرات التي يجب متابعتهـا بهـذا الصـدد: الدورات الاقتصادية، عرض النقد، اتجاه الناتج الإجمالي، هيكل أسعار الفوائد، نسب التضخم، والعديد من المتغيرات الاقتصادية الأخرى.

ب. تحليل الصناعة أو القطاع الذي تنتمي إليه الشركة Industry Analysis، ومن العوامل التي تؤخذ بالاعتبار في تحليل الصناعة: الظروف التنافسية في الصناعة، الظروف الخاصة بالقوى العاملة في الصناعة، سلوك الحكومة تجاه الصناعة، المرحلة التي تمر فيها الصناعة بالنسبة لدورة حياتها: هل هي مرحلة بداية أم مرحلة نمو وتوسع أم مرحلة استقرار ونضج أم مرحلة تراجع.

ج. تحليل الشركة مصدره الأسهم Company Analysis لمعرفة كيفية تأثرها بالظروف الاقتصادية العامة أو بظروف الصناعة التي تنتمي إليها، وكذلك لمعرفة مدى كفاءة إدارتها في استغلال أصولها، وتحقيق عائد مرضي لمالكيها، وتحقيق النمو في أرباحها، وسياسة توزيع الأرباح التي تتبعها، ومستوى الدين الذي تستخدمه، وغير ذلك من المؤشرات .

ويحصل المحلل المالي على المعلومات التي تتعلق بالشركة إما من مصادر من داخل الشركة نفسها عن طريق البيانات المالية المنشورة، أو من خارج الشركة، وهي معلومات توفرها المؤسسات الاستثمارية والاستشارية عن الشركة.

وبعد القيام بالتحليلات السابقة والتوصل للقيمة الحقيقية للورقة المالية، يقوم المحلل الأساسي بمقارنة القيمة التي توصل إليها بالقيمة السوقية للورقة المالية بحثاً عن تلك الأوراق التي يختلف سعرها السوقي عن قيمتها الحقيقية، وبالتالي تشكل هدفاً محتملاً لاتخاذ قرار بالبيع أو بالشراء، فإذا كان السعر السوقي للورقة المالية أقل من قيمتها الحقيقية Undervalued فإن هذا يولد لدى المستثمر دافعاً لشراء الورقة سعياً لتحقيق مكاسب رأسمالية، وإذا كان السعر السوقي للورقة المالية أعلى من قيمتها الحقيقية Overvalued فإن هذا يولد دافعاً لبيع الورقة إذا ما كان يمتلكها.

أما إذا كان السعر السوقي مساوياً للقيمة الحقيقية فإن الورقة تعطي عائداً يكفي فقط لتعويض المستثمر عن المخاطر التي سيتحملها.

إن قرار المستثمر بالبيع او الشراء اعتماداً على التحليل الأساسي، يكمن في اعتقاده بإن السوق سيعمل على تصحيح السعر للورقة غير المسعرة بشكل سليم في الوقت الحالي، ليصبح السعر مساوياً للقيمة الحقيقية للورقة المالية، وبالتالي سيحقق المستثمر أرباحاً رأسمالية عند ذلك.

ب. مدخل التحليل الفني:

يحاول المحللون الذين يعتمدون هذا الأسلوب التنبؤ بالأسعار المستقبلية عن طريق دراسة سلسلة أو عدة سلاسل من الأسعار الماضية للسهم أو للسوق ككل، وربما بعض المعلومات الأخرى كحجم التداول على السهم، ومحاولة اكتشاف اتجاهات عامة تتكرر في حركة سعر السهم، ومن ثم تدرس الأسعار الحالية في السوق، لمحاولة معرفة إذا ما كانت حركة الأسعار الحالية مشابهة لاتجاه سابق في هذا السعر، وبالتالي محاولة توقع سعر معين في المستقبل، إن الفرض الأساسي الذي يعتمد

عليه المحللون الفنيون هو أن حركات الأسعار الماضية تكرر نفسها، وبالتالي فإن ما حدث بالماضي سيحدث في المستقبل أيضاً.

لا يهتم المحلل الفني بالبحث عن قيمة حقيقية للورقة المالية لتفسير تغيرات الأسعار، لأنه يعتقد أن قوى العرض والطلب في السوق هي التي تحدد أسعار الأوراق المالية وأحجام التداول بهـــا، وأن هذه القوى تتأثر بعوامل عدة، بعضها منطقي وبعضها نفسي وغير منطقـــي. فالمعلومـــات الجديـــدة والمزاج العام في السوق والآراء والتخمينات الجيدة أو السيئة كلها تؤثر على قوى العرض والطلـــب وبالتالي على أسعار الأسهم.

ويعتقد المحلل الفني أن هذه العوامل مهما كان سببها تؤثر بطريقة او بأخرى لبعض الوقـــت، لذلك يمكن ملاحظتها وتتبعها ومعرفة إذا ما كانت أسعار الأوراق المالية في طريقهـــا للصـــعود أو الهبوط، ومقدار هذا الصعود أو الهبوط الذي يمكن تقديره من التحركات الماضية لسعر السهم، وهناك العديد من أدوات التحليل التي يستخدمها المحللون الفنيون ومعظمها على شكل رسومات بيانية تبـــين حركة الأسعار وأحجام التداول.

تجدر الإشارة إلى أن التحليل الفني يعتبر مكملاً للتحليل الأساسي وقد يســـاعد فـــي تعزيـــز الاستنتاجات التي تم التوصل إليها في التحليل الأساسي، وفي الوقت الذي يساعد فيه التحليل الأساسي على توقع العائد لفترة الاقتناء لسهم معين والمخاطرة المصاحبة، لعدم تحقق هذا العائد، فـــإن هـــذه الأرقام لا تساعد وحدها على اتخاذ قرار البيع أو الشراء، لذلك يساعد التحليل الفني في تحديد توقيت Timing اتخاذ قرار البيع أو الشراء.

لا بد أن نشير أخيراً إلى وجود فئة ثالثة من المستثمرين وهم المدافعون عن نظريـــة **كفـــاءة الســـوق Effecient market advocators**، وهؤلاء يقفون في الاتجاه المعاكس تماماً للمحللـــين الفنيين، فهم يعتقدون أنه لا يمكن توقع الأسعار المستقبلية من معلومات تاريخية، فالأسعار الســـوقية تعكس جميع المعلومات المتوفرة للمتعاملين في السوق، وأي تغير في السعر هو مستقل تماماً عن أي معلومات سابقة عن الشركة.

إن هذا يتضمن أن الأوراق المالية مسعرة بشكل حقيقي وسليم (أو على الأقل ليست بعيدة عن سعرها الحقيقي)، أي أن السعر السائد في السوق هو ما يساويه السهم فعلاً، لذلك ليس هناك حاجـــة للبحث عن السعر الحقيقي للسهم.

ثالثاً: تشكيل محفظة الاستثمار Portfolio Construction

وهذه الخطوة تتضمن تحديد الأصول التي سنستثمر بها، وكم حجم الاستثمار في كل أصل منها منسوباً إلى الحجم الكلي للأموال التي ننوي استثمارها أو ما يسمى بالوزن النسبي للاستثمار في كل أصل.

والهدف من تشكيل محفظة الاستثمار هو تخفيض المخاطر الكلية التي يتعرض لها المستثمر عن طريق تنويع الاستثمارات، أي توزيع الأموال المستثمرة على أكثر من مجال وأكثر من أداة استثمار وأكثر من قطاع إنتاجي، فمثلاً عندما نريد أن نختار عدداً من الأسهم يفضل الاستثمار مثلاً في أسهم شركة مالية، وأخرى للخدمات، وثالثة للتعدين بدلاً من اختيار ثلاث شركات مالية؛ لأن الظروف التي تؤثر على صناعة معينة لن تؤثر على صناعات أخرى مختلفة، فيصبح بالإمكان تخفيض المخاطر الكلية التي يتعرض لها المستثمر.

ومن العوامل المهمة عند اختيار الاستثمارات مراعاة وجود علاقة ارتباط عكسية بين عوائد الاستثمارات الداخلة في المحفظة أو على الأقل أن تكون علاقة الارتباط الموجبة ضعيفة ما أمكن، لأن هذا من العوامل الرئيسية التي تساعد على نجاح سياسة تنويع المحفظة.

رابعاً: مراجعة وتقليب المحفظة Portfolio Revision

هذه الخطوة تتضمن إعادة تطبيق الخطوات الثلاثة السابقة بشكل دوري، وذلك لإجراء أي تغييرات على تشكيلة المحفظة ببيع بعض الاستثمارات وشراء أخرى، أو تغيير الوزن النسبي للاستثمارات في أصل معين، وذلك نتيجة تغير في أولويات وأهداف المستثمر، أو بسبب أن بعض الاستثمارات التي كانت جذابة للاستثمار سابقاً لم تعد كذلك، وبعضها لم يكن مناسباً للاستثمار وأصبح نتيجة تغير الظروف مناسباً.

خامساً: تقييم أداء المحفظة Portfolio Evaluation

الخطوة الأخيرة تتضمن التقييم الدوري لأداء المحفظة ليس فقط بالنسبة للعائد الذي حققته، بل أيضاً من حيث المخاطرة التي تحملها المستثمر لتحقيق هذا العائد، وتعتبر عملية التقييم بمثابة تغذية راجعة لإدارة المحفظة، لأجل تحسين الأداء مستقبلاً.

مجالات وأدوات الاستثمار

تتوفر أمام المستثمر الذي يرغب في استثمار مدخراته، العديد من الفرص في المجالات الاستثمارية المختلفة التي تتنافس على اجتذاب مدخراته، و يفرض ذلك على المستثمر القيام بعملية مفاضلة تمكنه من اختيار الأداة أو مجموعة الأدوات الاستثمارية التي تتفق مع أهدافه واستراتيجيته في الاستثمار، وعملية المفاضلة هذه تتطلب من المستثمر أن يكون على علم بمزايا وعيوب كل مجال وكل أداة للاستثمار.

ومن المفيد هنا أن نفرق بين مجال الاستثمار وأداة الاستثمار، فمجال الاستثمار أكثر شمولاً من أداة الاستثمار، وكل مجال استثماري يتكون من عدة أدوات استثمار، فمثلاً لو قلنا بأن مستثمراً يوظف أمواله في استثمارات محلية وآخر في استثمارات أجنبية، فإننا نتحدث عن مجال الاستثمار، أما لو قلنا بأن مستثمراً يوظف أمواله في سوق العقارات وآخر في سوق الأوراق المالية فإن تفكيرنا يتجه نحو أداة الاستثمار.

والآن لنتحدث عن أهم مجالات الاستثمار، لنعود بعدها ونتحدث عن أدوات الاستثمار بشيء من التفصيل.

مجالات الاستثمار:

من أهم التصنيفات المتعارف عليها لمجالات الاستثمار:

١. تصنف مجالات الاستثمار جغرافياً إلى محلية وخارجية.
٢. تصنف مجالات الاستثمار نوعياً إلى حقيقية ومالية.

وفيما يلي شرح لهذه التصنيفات:

أولاً: الاستثمارات المحلية والاستثمارات الخارجية:

تشمل مجالات الاستثمار المحلية Local Investments جميع الفرص المتاحة للاستثمار في السوق المحلي، أما مجالات الاستثمار الخارجية Foreign Investments فتشمل جميع الفرص المتاحة للاستثمار في الأسواق الأجنبية، بغض النظر عن أداة الاستثمار المستخدمة، فلو قام مستثمر مقيم في فلسطين بشراء عقار أو أوراق مالية في فلسطين فإن هذا يعد من قبيل الاستثمارات المحلية، أما لو قام هذا المستثمر بشراء عقار بقصد المتاجرة في باريس، أو قام بشراء أسهم في بورصة نيويورك فإن هذا يعد استثماراً خارجياً.

وقد يكون الاستثمار الخارجي غير مباشر أحياناً كما لو قام ذلك المستثمر باستثمار أمواله في شركة استثمار محلية توظف أموالها في الخارج، فإن هذا يعد استثماراً خارجياً غير مباشر لذلك المستثمر، ولكنه استثمار خارجي مباشر بالنسبة لشركة الاستثمار.

وتمتاز الاستثمارات الخارجية بعدة مزايا منها:

أ. تعدد الأدوات الاستثمارية المتاحة للمستثمر في الأسواق الخارجية يوفر له فرصة أكبر لتنويع الاستثمارات وبالتالي توزيع الأخطار.
ب. ربما تتوفر في الأسواق الخارجية أدوات استثمارية تحقق عائداً أعلى بالنسبة لمخاطرتها من الأدوات المتوفرة في السوق المحلي.

ج. تتميز الاستثمارات الأجنبية في بعض الدول بوجود أسواق على درجة عالية من التنظيم والتخصص، لتبادل جميع أدوات الاستثمار المعروفة، فهناك أسواق للأوراق المالية، وثانية للسلع، وثالثة للذهب وهكذا.

د. تتوفر في الأسواق الخارجية (خصوصاً المتطورة منها) قنوات اتصال نشطة وفعالة، تيسر ايصال المعلومات المناسبة في الوقت المناسب، ليتسنى للمستثمر الاستفادة منها. بالإضافة إلى إمكانية الحصول على خدمات متكاملة فيما يتعلق بتوفير المعلومات ،وتقديم النصح والمشورة، والقيام بحفظ الأوراق المالية المشتراة، وتقديم التسهيلات الائتمانية وغيرها من الخدمات التي يقدمها السماسرة والمتخصصين في تحليل الاستثمارات.

إلا أن للاستثمارات الخارجية عيوبها أيضاً، ومن أهم هذه العيوب إمكانية تعرض هذه الاستثمارات لبعض المخاطر الناتجة عن تغير الظروف السياسية والاجتماعية والقانونية في الدولة المستثمر فيها، بالإضافة إلى إمكانية حدوث أي تدخل من أي نوع من الدولة المضيفة للاستثمار. ولعل من أهم المخاطر التي يمكن أن تواجه الاستثمارات الخارجية هي مخاطر تقلب سعر صرف العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية لغير صالح المستثمر.

ثانياً: الاستثمارات الحقيقية والاستثمارات المالية:

الاستثمارات الحقيقية Real Investments عادة ما تتضمن حق المستثمر في حيازة أصل ملموس مثل الأراضي، الآلات، المصانع، العقارات، الذهب ... إلخ. أما الاستثمارات المالية Financial Investments فيتضمن حيازة تعاقد مكتوب على قطعة من الورق قد تكون سهماً أو سنداً تعطي للمستثمر حقوقاً معينة Claims حسب شروط التعاقد.

والاستثمارات المالية ليست بديلاً منافساً للاستثمارات الحقيقية، بل هي مكملة ومدعمة لها، وعلى سبيل المثال لو اقترضت مبلغاً معيناً من بنك عقاري، وأضفت المبلغ لمدخراتك وقمت بشراء عقار، فإن استثمارك في العقار يعد استثماراً حقيقياً،اذ أن العقار أصل ملموس، أما بالنسبة للبنك العقاري فإن القرض الذي قدمه يعتبر استثماراً مالياً.

ومثال آخر لنفترض أن شركة للاتصالات تبنت مشروعاً يهدف إلى ربط مناطق جديدة بالخدمات الهاتفية، وتحديث شبكة الاتصالات، ولأجل تمويل هذه العملية قامت ببيع أسهم عادية جديدة للمستثمرين، فإن مشروع شركة الاتصالات يعد استثماراً حقيقياً بالنسبة للشركة، ولكن شراء الأسهم يعد استثماراً مالياً بالنسبة للمساهمين، وكذلك أي عملية تداول على هذه الأسهم فيما بين المستثمرين (في السوق الثانوي) تعد من قبيل الاستثمار المالي.

وسنتعرض من خلال دراسة بعض أدوات الاستثمار لمزايا وعيوب كلٍ من الاستثمارات الحقيقية والاستثمارات المالية.

أدوات الاستثمار:

١. الأوراق المالية Securities:

تعتبر الأوراق المالية من أبرز أدوات الاستثمار في عصرنا الحاضر، وتتنوع هـذه الأوراق تنوعاً كبيراً حسب المزايا والحقوق التي توفرها للمستثمر، ولكن يمكن تمييز ثلاثة أنواع رئيسية من هذه الأوراق:

أ. الأوراق التي تمثل ديناً على الشركة المصدرة لها، وتسمى **أدوات الدين Debt Instruments** ويمكن تقسيمها حسب مدة استحقاقها إلى أدوات دين قصيرة الأجل تستحق السداد خلال عام، ويطلق عليها أدوات سوق النقد Money Market Securities ومن أهم هذه الأدوات: شهادات الايداع القابلة للتداول، أذونات الخزينة، الأوراق التجارية، القبولات المصرفية، واتفاقيات إعادة الشراء.

كما أن هناك أدوات دين طويلة الأجل أهمها: السندات.

وتوفر أدوات الدين بشكل عام دخلاً ثابتاً ومضموناً لحاملها، كما أن لها الأولوية على غيرها عند تصفية الشركة، لذلك فإن درجة الأمان التي تتوفر لحاملها عالية مقارنة بغيرها من الأوراق المالية.

ب. الأوراق التي تمثل حقاً في ملكية الشركة المصدرة وتسمى **أدوات الملكيةEquity Instruments**، وهذه الأدوات هي الأسهم الممتازة والأسهم العادية. وتوفر الأسهم الممتازة لحاملها دخلاً شبه ثابت،مثل حقها في توزيع الأرباح، وكذلك حقها في أصول الشركة عند التصفية يسبق حملة الأسهم العادية، لذلك فإن درجة الأمان للأسهم الممتازة أعلى منها للأسهم العادية.

أما الأسهم العادية فنصيبها من الأرباح يتغير من سنة لأخرى، لأن حملتها يحصلون على القيمة المتبقية من الأرباح بعد سداد فوائد السندات وأرباح الأسهم الممتازة، كما أن حقها في متحصلات التصفية يأتي في المرتبة الأخيرة بعد تغطية حقوق الدائنين وحملة الأسهم الممتازة.

جـ. الأوراق المالية المشتقة : (وتسمى **المشتقات** Derivatives) وهي عقود مالية تستمد قيمتها من قيمة الأصل محل التعاقد الذي قد يكون سهماً، أو سنداً، أو عملة أجنبية، أو ذهباً، أو سلعاً بمواصفات معينة، وقد اتسع استخدام هذه العقود في السنوات الأخيرة ،إما للحماية Hedging من مخاطر معينة، أو للمضاربة Speculation اعتماداً على التوقعات المستقبلية المختلفة بين المستثمرين.

وهناك عدة أنواع من هذه العقود منها :

أ. العقود المستقبلية (Futures): وهي عقود بين طرفين يتعهد أحدهما وهو بائع العقد بتسليم كمية معينه من أصل معين (قد يكون سلعة أو ورقة مالية أو غيرها) بسعر متفق عليه مسبقا على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل، بينما يتعهد مشتري العقد باستلام الأصل محل التعاقد في ذلك التاريخ ،وبنفس السعر المتفق عليه، أي أن العقد ملزم التنفيذ للطرفين.

ب. عقود الخيارات (Options): وهي أوراق مالية تعطي لمشتريها الحق في شراء (إذا كان الخيار للشراء) أو بيع (إذا كان الخيار للبيع) أصل معين خلال فترة معينة (أو في تاريخ محدد في المستقبل) بسعر متفق عليه مقدماً، ويكون لمشتري الخيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد، غير أنه إذا ما رغب المشتري في التنفيذ فإن بائع (كاتب) الخيار يكون ملزماً بالتنفيذ، وفي مقابل ذلك يدفع المشتري للبائع مكافأة Premium (ثمناً للخيار) غير قابلة للرد.

جـ. عقود المبادلات (Swaps): وهي عقود تتضمن تبادل دفعات الفوائد أو تبادل عملات بين طرفين.

والآن دعونا نتعرف على أهم مزايا وعيوب الاستثمار في الأوراق المالية :

أ. للأوراق المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم قلما تتوافر لأدوات الاستثمار الأخرى، فبجانب السوق الأولي Primary market حيث تصدر هذه الأوراق لأول مرة، هناك أسواق ثانوية Secondary market يتم تبادل الأوراق من خلالها فيما بين المستثمرين، وهذه الأسواق توفر للأوراق المالية مرونة كبيرة في تداولها، مما يزيد من درجة سيولة الأموال المستثمرة فيها.

ب. التكاليف المصاحبة للمتاجرة بالأوراق المالية تكون عادة منخفضة مقارنة بالمتاجرة بغيرها من أدوات الاستثمار، فالعمولات التي يحصلها السماسرة قليلة نسبياً، كما أن الأوراق المالية لا تحتاج إلى نفقات إضافية للنقل أو التخزين أو الصيانة.

جـ. تتمتع الأوراق المالية بخاصية التجانس، إذ أن أسهم شركة معينة وكل إصدار من إصدارات سنداتها تكون فيه السندات متجانسة في شروطها وقيمتها، وهذا يسهل من عملية تقويمها، ويساعد في عملية احتساب العائد المتوقع عليها.

د. يتوفر في سوق الأوراق المالية وسطاء وسماسرة ومحللو استثمارات، ممن يحترفون تقديم النصح والمشورة للمستثمرين، لذلك لا يحتاج المستثمر في هذا السوق دراية وعلم كبيرين في مجال الاستثمار.

ولكن للأوراق المالية عيوباً أيضاً ومنها :

أ. انخفاض درجة الأمان في الأوراق المالية بشكل عام؛ بسبب كونها أصولاً مالية لا قيمة لها بحد ذاتها، وليست أصولاً حقيقية، ولكن هذا لا يمنع من وجود أصول مالية توفر لحاملها

عنصر الأمان المطلوب عن طريق وضع أصول حقيقية كضمان لها، مثل السندات المضمونة بعقارات.

ب. يتعرض المستثمر في الأوراق المالية التي تدر عائداً ثابتاً، وبشكل خاص إذا كانت طويلة الأجل، لمخاطر تقلبات القيمة الشرائية لوحدة النقد، لذلك تصبح هذه الاستثمارات سيئة في أوقات التضخم.

٢. العقارات Real Estates:

وهي من أدوات الاستثمار الهامة عالمياً، وفي منطقتنا العربية على وجه الخصوص؛بسبب عدم تطور أسواق المال بدرجة كافية.

ويتم الاستثمار في العقارات إما بشكل مباشر عن طريق بناء أو شراء عقارات (مباني، أراضي)، أو بشكل غير مباشر عن طريق الاستثمار في صناديق الاستثمار العقارية والمعروفة بالمصطلح "Real Estate Investment Trust" واختصارها "REITs"، وهي صناديق استثمار، تستثمر حصيلة الأموال التي تحصل عليها من بيع وحدات الاستثمار فيها، في شراء العقارات وتمويل بنائها.

وفي أحيان أخرى تكون علاقة المستثمر مع قطاع العقارات علاقة دائنيه، كأن يقوم المستثمر بشراء سند صادر عن صندوق استثمار عقاري، أو عن بنك عقاري متخصص في منح القروض العقارية.

ويتصف الاستثمار بالعقار بوجه عام بالصفات التالية :

أ. تفتقر العقارات إلى عنصر التجانس فيما بينها ،إذ يستحيل وجود تطابق تام بين عقارين، فالموقع والمساحة، والاستخدامات الممكنة للعقار، وغير ذلك من الأمور تؤدي إلى عدم التجانس وبالتالي صعوبة تقويمها واحتساب معدلات العائد المتوقعة منها.

وهذا يتطلب من المستثمر أن يكون متخصصاً وعلى دراية واسعة بسوق العقارات، وفي كثير من الأحيان يتطلب الأمر الاستعانة بخبرات متخصصة بطبيعة المنطقة المراد الاستثمار فيها ، وظروف العرض والطلب على العقارات في هذه المنطقة؛ لأن الاستثمار العقاري عديم المرونة من حيث القدرة على تغيير موقعه أو حجمه، فمثلاً لا يمكن نقل عمارة تصلح كمكاتب من منطقة ذات عرض عالٍ إلى منطقة يكون الطلب فيها عالياً على هذا النوع من العقارات.

إن الاستعانة بهذه الخبرات المتخصصة من سماسرة وغيرهم، يرتب على المستثمر تكاليف مرتفعة على الصفقات، بالإضافة إلى التكاليف الأخرى مثل تكاليف نقل الملكية وهي مرتفعة أيضاً.

ب. الاستثمارات العقارية (خصوصاً المباشرة منها) تتطلب أموالاً ضخمة في العادة،إذ أنه ليس من السهل تقسيم العقار إلى أجزاء صغيرة تصلح لشرائها من قبل المستثمرين الصغار.

جـ. سوق العقارات أقل كفاءة من أسواق الأوراق المالية في العادة، فمثلاً لو قمت بعرض عمارة للبيع فقد لا تجد سوى القليل من المشترين المحتملين، ولأن سوق العقارات ليس نشيطاً مثل سوق الأوراق المالية، لذلك يصعب تحديد سعر سوقي عادل وموحد للعقارات. كما أن العقارات ،لا يتم تداولها في أسواق منظمة، وبالتالي فإن إمكانية تسويقها أقل بكثير من الأوراق المالية، ومن ثم فإن سيولة الاستثمارات العقارية أقل بشكل عام من الأوراق المالية.

وبرغم كل ما سبق فإن للاستثمار العقاري مزايا مهمة منها:

أ. ارتفاع درجة الأمان فيه بسبب حيازة المستثمر لأصل حقيقي له قيمة في حد ذاته.

ب. كما أنه يقي المستثمر من مخاطر التضخم، باستثناء الحالة التي يكون الاستثمار فيها عن طريق شراء سندات صادرة من بنك عقاري أو صندوق استثمار عقاري، فهذه السندات لا تخرج عن كونها أوراقاً مالية تعطي عائداً ثابتاً وبالتالي تتعرض بشكل كبير لمخاطر التضخم.

٣. العملات الأجنبية Foreign Currency:

مع ازدياد حجم التجارة الخارجية بشكل كبير وتوسع عمليات الاستثمار في بلدان أخرى خلال هذا القرن، نمت بشكل ملحوظ أسواق تعرف بأسواق القطع الأجنبي، التي تتم فيها عمليات بيع وشراء العملات الأجنبية، إما مباشرة بين المتعاملين، أو من خلال وسطاء غالباً ما يكونوا من البنوك، وقد ساعد تطور وسائل الاتصالات على هذا النمو، وأصبح بالإمكان بيع وشراء عملات أجنبية بواسطة الهاتف أو الفاكس أو شبكات الكمبيوتر خلال لحظات، وبسبب انتشار أسواق القطع الأجنبي في مختلف أنحاء العالم، وبسبب فارق التوقيت ما بين الدول، فإن المتعاملين بأسواق القطع الأجنبي يتمكنون من بيع وشراء العملات على مدار ٢٤ ساعة.

ويتم تبادل العملات من خلال ما يسمى بسعر الصرف الذي يتحدد بناءً على ظروف العرض والطلب على العملة الأجنبية، ويتميز سعر الصرف بحساسيته المفرطة لأية تغيرات في الظروف الاقتصادية والسياسية، وهذا مما يزيد من درجة مخاطرة الاستثمار في العملات الأجنبية، ومن العوامل التي يمكن أن تؤثر في العرض والطلب وبالتالي على سعر الصرف لعملة معينة : وضع ميزان المدفوعات، سوق الاستيراد والتصدير، التضخم، سعر الفائدة، القروض والمساعدات الخارجية، حرية التحويل للخارج، الأحداث السياسية، وغيرها من العوامل.

ويمكن القول بأن جميع الأطراف التي لها علاقات مالية وتجارية خارج حدود بلادها تشكل عرضاً أو طلباً على العملات الأجنبية، ففي جانب الطلب يقوم بشراء العملات الأجنبية كل من : المستوردين، السياح المسافرين للخارج، الموظفين والعمال الأجانب، البنوك المركزية التي تدير احتياطاتها من العملات الأجنبية، والمستثمرين الذين يقومون باستثمار جزء من مدخراتهم بالعملات الأجنبية.

أما في جانب العرض، فمن أولئك الذين يقومون ببيع العملات الأجنبية : المصدّرون، السياح القادمون للداخل، العاملون في الخارج، المستثمرون الأجانب، البنوك المركزية التي قد تبيع عملات أجنبية إلى البنوك أو المؤسسات الحكومية.

كما أن هناك فئة أخرى هامة من المتعاملين في أسواق العملات الأجنبية ألا وهي المضاربون، الذين يقومون بتوقع تغيرات سعر الصرف ويحاولون الاستفادة من توقعاتهم لتحقيق الأرباح.

فمثلاً : لو أن شخصاً يقيم في فلسطين يعتقد بأن الدولار سيتحسن على مدى الثلاث شهور القادمة، فإنه يستطيع أن ينقل أمواله من الجنيهات الفلسطينية إلى دولارات لمدة ثلاثة شهور، وبعد تحقق توقعاته يعيد الدولارات إلى جنيهات فلسطينية، وبالطبع فإنه سيتعرض لخسارة في حالة تحقق عكس ما توقعه.

ويمكن أن نميز بين نوعين من التعامل بالعملات الأجنبية :

أ. **التعامل من خلال السوق الآني (Spot Market) :**

وفي هذا السوق يتم إبرام صفقات بيع أو شراء عملات أجنبية بنفس السعر السائد لحظة إبرام الصفقة، ويتم إكمال عملية التبادل خلال مدة لا تزيد غالباً عن ثلاثة أيام عمل،ويسمى سعر الصرف المستعمل في إبرام هذه العقود سعر الصرف الآني أو الفوري.

ب. **التعامل من خلال السوق الآجل (Forward Market) :**

وهنا يتم عقد صفقات بيع وشراء عملة أجنبية بسعر محدد الآن، ولكن التنفيذ سيتم في تاريخ محدد في المستقبل، وهذا العقد ملزم لأطرافه، ويسمى سعر الصرف الذي يستخدم في هذه الصفقات سعر الصرف الآجل.

٤. **المعادن النفيسة:**

يعتبر الاستثمار في المعادن النفيسة مثل الذهب والفضة والبلاتين وغيرها، من الاستثمارات الحقيقية، ويتخذ الاستثمار فيها عدة أشكال من أهمها: الشراء والبيع المباشر للاستفادة من تغيرات الأسعار، كما يمكن أن يتخذ الاستثمار شكل ودائع الذهب، وتقبل بعض البنوك أن تدفع فائدة على هذه الودائع، إلا أن هذه الفوائد منخفضة جداً.

ويعتبر الذهب من أهم المعادن النفيسة، وقد شهدت أسعاره تقلبات حادة منذ بداية السبعينيات (أي منذ انهيار نظام بريتون وودز) وأخذ سعر الذهب بالتصاعد حتى وصل ذروته في بداية الثمانينيات، ثم عاد وانخفض بعدها من جديد، ومنذ عام ١٩٨٢ وأسعار الذهب ترتفع وتنخفض في أسواق التعامل العالمية، تبعاً لعوامل وظروف مختلفة، ومن العوامل التي ترفع الطلب على الذهب وتؤدي إلى ارتفاع سعره : المشاكل التي تظهر في النظام المالي والمصرفي العالمي، ارتفاع معدلات التضخم، التوترات الدولية والأحداث السياسية والحروب،خصوصاً تلك التي تكون الدول الكبرى

طرفاً فيها. إذ يبرز دور الذهب حماية وملاذاً للمدخرين في مثل هذه الظروف، وإن كان هذا الدور للذهب قد تراجع لصالح دور مماثل للدولار، ولكن يجدر القول إن الذهب يصبح الملجأ الوحيد إذا ما كانت الولايات المتحدة طرفاً في أزمات أو مشاكل دولية قد تؤدي إلى انخفاض سعر الدولار.

كما أن هناك عوامل تؤدي إلى زيادة المعروض من الذهب وبالتالي تؤدي إلى انخفاض أسعارهُ مثل : زيادة المعروض من الذهب نتيجة لزيادة الإنتاج أو تقليل الكميات الداخلة في الصناعة والمصاغ، أو نتيجة طرح كميات كبيرة من الذهب في السوق من قبل بعض الدول لتغطية احتياجاتها من العملات الأجنبية، كما يساعد الهدوء والاستقرار الدولي، وارتفاع أسعار الفوائد، وانخفاض معدلات التضخم في انخفاض أسعار الذهب أيضاً.

أخيراً نذكر أن للذهب أسواقاً منظمة كما للأوراق المالية لعل أهمها على التوالي : سوق لندن، سوق زيورخ ، سوق هونج كونج، وسوق نيويورك،كما أن التعامل بالذهب قد يكون بالبيع والشراء الفوري وقد يكون عن طريق العقود المستقبلية وعقود الخيارات.

٥. المشروعات الاقتصادية:

نقصد بالمشروعات الاقتصادية الاستثمار المباشر في عمليات متاجرة أو تصنيع أو زراعة أو تقديم خدمات، وقد تكون ملكية هذه المشاريع فردية أو على شكل شركة تضامن أو شركة مساهمة عامة، وهذه الأداة من أكثر أدوات الاستثمار انتشاراً، وتتميز المشروعات الاقتصادية في كونها استثمارات حقيقية تؤدي إلى إنتاج قيمة مضافة تزيد من ثروة المالك وتنعكس في شكل زيادة على الناتج القومي.

ومن خصائص هذه الاستثمارات:

- أن المشاريع في حالة نجاحها تحقق عائداً معقولاً ومستمراً.
- درجة الأمان فيها عالية لكونها تتشكل من أصول حقيقية لها قيمة بذاتها.
- يستطيع المستثمر اختيار المشروع الذي يتناسب مع ميوله وتخصصه.
- يتمتع المستثمر بحق إدارة أصوله إما بنفسه كما هو الحال في المشاريع الفردية، أو بتفويض غيره بالقيام بذلك ،كما هو الحال في الشركات المساهمة.
- أما أهم عيوبها فهي سيولتها القليلة، فالأصول الثابتة تشكل الجانب الأكبر من هذه المشاريع خصوصاً الصناعية منها، وهذه الأصول غير قابلة للتسويق السريع فيما لو رغب المستثمر في تحويلها لنقدٍ جاهز.

٦. صناديق الاستثمار Investment funds :

يتم تكوين صناديق الاستثمار بقصد إتاحة الفرصة أمام المستثمرين من مختلف الفئات، وبخاصة صغار المستثمرين، لاستثمار أموالهم، وتقوم صناديق الاستثمار بتلقي الأموال من المستثمرين، لتعمل بدورها على استثمار هذه الأموال في تشكيلات من الأوراق المالية التي تناسب مختلف احتياجات المستثمرين وأهدافهم، فهي بهذا لا تخرج عن كونها محفظة استثمارية عامة، يستطيع أي مستثمر أن يشارك فيها عن طريق شراء عدد من الحصص (شهادات الاستثمار) التي تصدرها، وعادة ما يتم تكوين هذه الصناديق بواسطة بنوك تجارية أو شركات تأمين أو شركات لإدارة المحافظ ويعهد بإدارتها إلى إدارة مستقلة.

وتوفر صناديق الاستثمار عدة مزايا للمستثمرين منها :

١. **الاستفادة من خبرات إدارة محترفة** : إذ يقوم على إدارة صناديق الاستثمار مجموعة من الخبراء المحترفين، كما أن إدارة هذه الصناديق قد تستعين بخبرات مستشارين وباحثين متخصصين، مما يمكنها من إدارة استثماراتها بمستوى عالٍ من الكفاءة، وهذه الميزة تفيد أولئك المستثمرين الذين لا يمتلكون الخبرة الكافية أولا يمتلكون الوقت لمتابعة استثماراتهم بشكل مستمر في السوق، وغالباً ما يكون هؤلاء من صغار المستثمرين.
٢. **التنويع الكفء**: إن تنويع الاستثمارات يهدف إلى تخفيض المخاطر الكلية التي يتعرض لها المستثمر، ولكن عملية التنويع تحتاج إلى موارد مالية كبيرة قد لا تكون متوفرة خصوصاً عند صغار المستثمرين، لذلك فإن لجوء هؤلاء المستثمرين لصناديق الاستثمار التي تتكون استثماراتها من تشكيلات منوعة من الأوراق المالية يمكنهم من تخفيض المخاطر الكلية رغم مواردهم القليلة.
٣. **المرونة والملاءمة** : -كما سنرى- إن هناك تشكيلات متنوعة ومختلفة من صناديق الاستثمار تناسب مختلف الأهداف عند المستثمرين، كما أن المستثمرين يستطيعون تحويل حصصهم إلى نقدية في أي وقت عن طريق بيعها لمستثمرين آخرين في السوق الثانوي (في حالة الصناديق المغلقة)، أو عن طريق بيعها للصندوق نفسه (في حالة الصناديق المفتوحة).

كما أن هذه الصناديق غالباً ما تعطي الحق للمستثمر بسحب الأرباح المستحقة له من الصندوق، أو إعادة استثمارها إذا ما رغب بذلك داخل الصندوق.

مما سبق نلاحظ مدى المرونة والملاءمة التي تتمتع بها صناديق الاستثمار.

أنواع صناديق الاستثمار:

يمكن تقسيم صناديق الاستثمار إلى عدة تقسيمات حسب الزاوية التي ننظر منها إلى هذه الصناديق، ومن هذه التقسيمات :

أولاً: تصنف حسب حركة رؤوس أموالها إلى نوعين:

١. **الصناديق ذات النهاية المغلقة Closed-End Funds**: وهي الصناديق التي تصدر عدداً ثابتاً ومحدداً من شهادات الاستثمار، وتقوم ببيعها للجمهور، وبالتالي فإن رأس مال هذه الصناديق ثابت لا يتغير إلا في حالات نادرة.

وهي عكس الصناديق ذات النهاية المفتوحة، فإن هذه الصناديق لا تبدي استعدادها لإعادة شراء أسهمها، إذا ما رغب حاملها في التخلص منها، ولذلك فإن الطريق الوحيد أمام المستثمر هو بيع ما يملكه من تلك الأسهم إلى مستثمر آخر يرغب بشرائها، من خلال السوق الثانوي المنظم أو غير المنظم.

ويتم تداول أسهم الصناديق المغلقة بقيمة سوقية قد تساوي أو تزيد أو تقل عن القيمة الصافية لشهادة الاستثمار، إذ أن القيمة الصافية لشهادة الاستثمار تساوي :

القيمة الصافية لشهادة الاستثمار = القيمة السوقية للأصول – الالتزامات / عدد شهادات الاستثمار

٢. **الصناديق ذات النهاية المفتوحة** Open-End Funds (Mutual Funds): وسميت بذلك لأن حجم الأموال المستثمرة فيها غير محدد، ذلك أنه يجوز للشركة إصدار المزيد من شهادات الاستثمار بشكل مستمر.

وعلى عكس الصناديق ذات النهاية المغلقة لا يتم تداول شهادات الاستثمار في الصناديق المفتوحة بين المستثمرين، بل يقف الصندوق نفسه على استعداد دائم لإعادة شراء ما سبق أن أصدر منها، أو لإصدار المزيد لتلبية احتياجات المستثمرين، وهذا يعني أن شهادات الاستثمار لهذه الصناديق غير مدرجة في أسواق ثانوية منظمة أو غير منظمة ،وبالتالي لا يوجد لها قيمة سوقية، وإنما يتم التعامل بها مع الصندوق من خلال قيمتها الصافية، وقد يتم إضافة رسوم على الشراء على القيمة الصافية في بعض الصناديق، ويتم الإعلان عن القيمة الصافية لوحدة الاستثمار كل فترة قد تكون أسبوعاً أو يوماً أو مرتين في اليوم أو حتى لحظة إبرام صفقة البيع أو الشراء مع الصندوق.

ثانياً: تصنف- صناديق الاستثمار- حسب تشكيلة الأوراق المالية :

تصنف هذه الصناديق إلىعدة اصناف: صناديق الأسهم العادية وصناديق السندات، والصناديق المتوازنة التي تشتمل على مزيج من الأسهم العادية والممتازة والسندات، كما أن هناك صناديق سوق النقد التي تشتمل على أوراق مالية قصيرة الأجل.

من ناحية أخرى قد تتخصص بعض الصناديق في الاستثمار في صناعة معينة مثل صناعة النفط، أو الخدمات أو الكمبيوتر ،كما قد يركز الصندوق على الاستثمار في منطقة جغرافية معينة مثل أوروبا، جنوب شرق آسيا، الولايات المتحدة وغيرها.

ثالثاً: تصنف صناديق الاستثمار حسب أهدافها إلى:

١. **صناديق النمو Growth Funds**: وتهدف إدارة الصندوق هنا إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق، لذا عادة ما يتكون الصندوق من أسهم عادية لمنشآت تظهر مبيعاتها وأرباحها المحتجزة ،وبالتالي أسعار أسهمها نمواً مضطرداً. وهذه الصناديق تناسب المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق عائد مرتفع ولا يحتاجون توزيعات الأرباح لتغطية تكاليف حياتهم، وغالباً ما يكون هؤلاء ممن يخضعون لشريحة ضريبية عالية بسبب دخولهم المرتفعة، لذلك فإن عدم حصولهم على توزيعات نقدية يعطيهم ميزة تأجيل الضريبة إلى حين التحقق الفعلي للأرباح عند بيع الحصة.

٢. **صناديق الدخل Income Funds** : تناسب هذه الصناديق أولئك المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية تكاليف معيشتهم، لذا عادة ما تشتمل التشكيلة التي تتكون منها هذه الصناديق من سندات وأسهم ممتازة، وأسهم عادية لمنشآت كبيرة ومستقرة توزع الجانب الأكبر من أرباحها.

٣. **صناديق الدخل والنمو Partially-Growth Funds**: وهذه الصناديق تستهدف أولئك المستثمرين الذين يعتمدون جزئياً على عائد استثماراتهم في تغطية نفقاتهم، ويرغبون في الوقت نفسه تحقيق قدر من النمو المضطرد لاستثماراتهم، وهذه الصناديق عادة ما تتكون من تشكيلة من الأسهم العادية والأوراق المالية ذات الدخل الثابت (الصناديق المتوازنة).

أسئلة وتمارين:

ضع دائرة حول الاجابة الصحيحة

١. من أبرز الفروق بين الاستثمارات الحقيقية (الاقتصادية) والاستثمارات المالية:
   أ. العائد على الأولى أعلى من الثانية.
   ب. مخاطر الأولى أعلى من مخاطر الثانية.
   ج. مخاطر الأولى أقل من مخاطر الثانية.
   د. يترتب على الثانية منفعة اقتصادية إضافية تظهر على شكل سلعة أو خدمة.

٢. صناديق الاستثمار التي تتبع سياسة الاستثمار في أسهم الشركات المستقرة وذات الجدوى الاقتصادية وخاصة السندات والأسهم الممتازة تسمى:
   أ. صناديق النمو ب. صناديق الدخل ج. صناديق مفتوحة د. صناديق متوازنة

٣. في عملية الاستثمار يتخلى الفرد عن أموال يمتلكها ولفترة من الزمن من أجل الحصول على معدل عائد من المنتظر أن يعوض المستثمر عن:

أ. الزمن الذي سيستغرقه الاستثمار ب. معدل التضخم المتوقع خلال الفترة ج. المخاطر التي سيتحملها المستثمر د. جميع ما ذكر صحيح

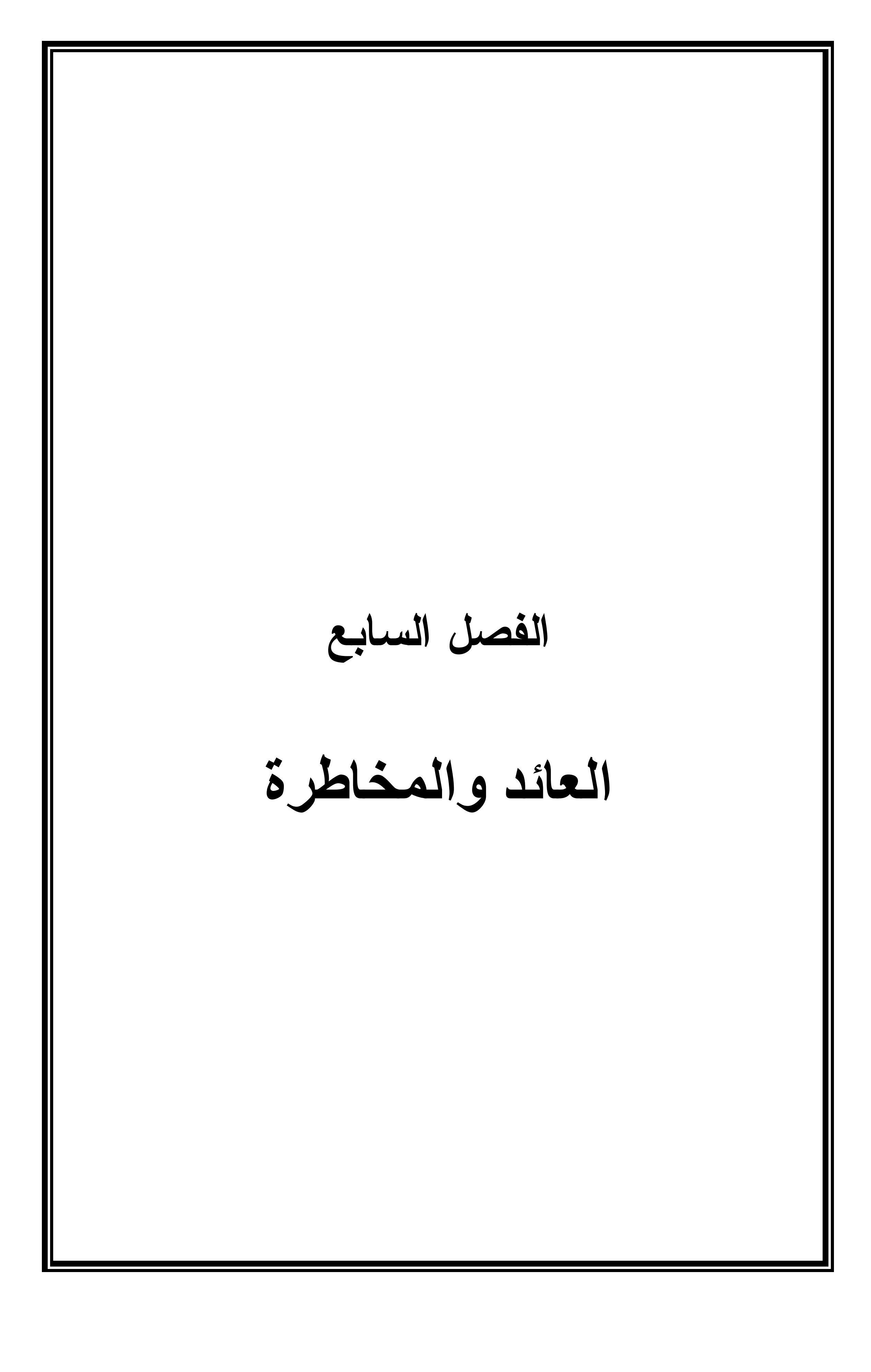
٤. المضارب:
١. يركز على تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح الرأسمالية في أقصر مدة ممكنة
٢. على استعداد لتحمل درجات عالية من المخاطر تفوق تلك التي يقبلها المستثمر العادي
٣. يؤدي دوراً هاماُ في الأسواق المالية، تتمثل في المحافظة على سيولة مستمرة للأوراق المالية
٤. جميع ما ذكر صحيح

٥. من أبرز خصائص الاستثمارات في الأوراق المالية:
أ. تتمتع بدرجة عالية من السيولة ب. تتوفر لها أسواق منظمة ج. ذات مخاطر منخفضة جدا د.أ+ب صحيحة

٦. أي من الآتية يعتبر من خصائص الاستثمار في العقارات:
أ. صعوبة تقييمها بسبب عدم تجانسها ب. سيولتها منخفضة غالبا ج. انخفاض مخاطر الاستثمار بها نسبيا د. جميع ما ذكر صحيح

٧. يلجأ الفرد للاقتراض عندما:
أ. يزيد الادخار عن الدخل ب. يزيد الدخل عن الاستهلاك ج. تزيد متطلبات الاستهلاك لديه عن الدخل د. لا شيء مما ذكر

٨. من أبرز الفروقات بين الادخار والاستثمار :-
أ. تعتبر مخاطرة الأول مرتفعة بالمقارنة لمخاطرة الثاني.
ب. يعتبر عائد الأول مرتفعا بالمقارنة مع مخاطر الثاني.
ج. يعتبر الأول تأجيلاً للاستهلاك والثاني تضحية بالاستهلاك.
د. جميع ما ذكر صحيح.



الفصل السابع

العائد والمخاطرة

الفصل السابع

العائد والمخاطرة

Risk and Return

تقديم:

ذكرنا في فصول سابقة أن مؤسسات الأعمال والأفراد يستثمرون مدخراتهم في مجالات الاستثمار المختلفة على أمل الحصول على مردود أو **عائد** على هذه الاستثمارات، فالمستثمر يتخلى عن منفعة أو مستوى إشباع معين، كان بإمكانه تحقيقه من استهلاك حالي لبعض السلع والخدمات، على أمل الحصول على عائد أو مردود يمكِّنه من الحصول على منفعة أو مستوى إشباع أكبر من استهلاك مستقبلي.

ويرتبط تحقق العائد المتوقع بالحصول على تدفقات نقدية مستقبلية، ولكن تحقق هذه التدفقات بالنسبة للقيمة والتوقيت مرهون بعوامل خارج سيطرة المستثمر، لذا يصبح من المستحيل افتراض أن احتمال تحقق هذه التدفقات هو ١٠٠%، ومتى انخفض احتمال تحقق هذه التدفقات عن ١٠٠% تبرز **المخاطرة** والتي تزيد درجتها ارتفاعاً كلما انخفض احتمال تحقق هذه التدفقات.

فالمخاطرة تنشأ من احتمال عدم تحقق العائد المتوقع على الاستثمار، أو بعبارة أخرى احتمال الحصول على عائد فعلي أقل من العائد المتوقع نتيجة فشل الأرباح (الفوائد) الموزعة، أو سعر الورقة المالية، أو كليهما معاً في الوصول إلى المستوى المتوقع.

والعوامل التي تؤدي إلى حدوث هذا التباين بين العوائد المحققة (الفعلية) والعوائد المتوقعة تكوِّن مصادر هذه المخاطرة، وسيركز هذا الفصل على مفهومي العائد والمخاطرة ، ولكن بداية سنتعرف على الحالات التي يمكن أن يواجهها متخذ القرار،لنرى أياً منها ينطبق على متخذ القرار الاستثماري.

حالات اتخاذ القرار:

قبل البدء بدراسة المخاطر وكيفية قياسها من المفيد أن نتعرف على الحالات الأخرى التي يمكن أن تواجه متخذ القرار، وذلك حتى نستطيع أن نضع حالة المخاطرة في إطارها الصحيح .

يمكن تصنيف حالات اتخاذ القرار، حسب درجة المعرفة بنتائج هذا القرار إلى ثلاث حالات هي:-

١. حالة التأكد Certainty
٢. حالة عدم التأكد Uncertainty

٣. حالة المخاطرة Risk

فالتأكد هو حالة يؤدي اتخاذ القرار فيها إلى نتيجة واحدة ومعروفة، أي أن متخذ القرار يعرف تماماً ما سيؤدي إليه قراره.

وعدم التأكد هي حالة يؤدي اتخاذ القرار فيها إلى مجموعة من النتائج الممكنة، لكن احتمال حدوث كلٍ منها غير معروف ،إما لعدم الخبرة ،أو لأن القرار جديد من نوعه، أو لصعوبة الحصول على معلومات تساعد على تقدير الاحتمالات.

أما حالة المخاطرة فهي حالة يؤدي اتخاذ القرار فيها إلى واحدة من مجموعة نتائج ممكنة، لكن متخذ القرار يعرف احتمال حدوث كلٍ من هذه النتائج، لذلك يقترن ذكر المخاطرة مع الحديث عن التوزيعات الاحتمالية كما سنرى لاحقاً، إن متخذ القرار في الحالة الأولى هو على علمٍ تام بالمستقبل أما في الحالة الثانية فهو على جهلٍ تام بهذا المستقبل. لكن حالة اتخاذ القرارات في عالم الاستثمار وفي عالم الأعمال عموماً ليست من هذين النوعين، فالمدير في شركة أو المستثمر في بورصة لا يستطيع أن يتنبأ بنتائج قراراته بدقة كاملة، لأنه لا يعلم ما سيحدث في المستقبل، ولكنه أيضاً ليس في حالة جهل كامل عما يمكن أن يحدث، فهو يستطيع بناءا على خلفيته وخبرته وتقديره الشخصي للأمور أن يقوم بتقدير **احتمالات شخصية** للنتائج الممكنة للقرار، كما يمكن أن يقوم بتقدير **احتمالات موضوعية** باستعمال أساليب علمية وإحصائية، وأياً كانت طريقة تحديد هذه الاحتمالات فإن وجودها يعني أن هناك حالة معرفة جزئية بالمستقبل.

إذاً فحالة اتخاذ القرار في عالم الاستثمار هي حالة الخطر، ومدراء الشركات والأفراد يقدمون على الاستثمارات عندما تكون أخطارها محسوبة، ولو أنهم يكرهون الخطر بصورة عامة.

قياس العوائد والمخاطر:

أولاً: قياس العوائد التاريخية:

إن كلمة العائد قد تكون مضللة أحياناً إذا لم يتم تحديد المقصود منها بدقة، فلا يوجد مفهوم موحد لمعنى هذه الكلمة، حيث أن هناك كثيراً من العوامل قد تتسبب في خلق عدة مفاهيم لكلمة العائد: فالضرائب والتضخم وتوقيت الحصول على التدفقات النقدية، كلها عوامل، ولو أخذت بالاعتبار فإنها ستخلق مفاهيم جديدة لكلمة العائد، لكننا سنركز هنا على مفهوم محدد لهذه الكلمة، يتناسب مع غرض الاستثمار في الأوراق المالية ويكفي للتعرف على معنى العائد.

إن المستثمر في الأوراق المالية أو في غيرها يتطلع للحصول على أحد نوعين من العائد أو كليهما معاً:

العائد الجاري: Current Yield

العائد الرأسمالي: Capital Yield.

وينتج العائد الجاري عن التدفقات النقدية المستلمة إما على شكل فوائد أو أرباح موزعة، أما العائد الرأسمالي فينتج عن تغير سعر الأصل موضع الاستثمار (بالزيادة أو بالنقص).

والمستثمر يحصل خلال فترة استثماره على عائد كلي يساوي مجموع العائد الجاري والعائد الرأسمالي، يسمى هذا العائد الكلي بالعائد لفترة الاحتفاظ HPR) Holding Period Return).

ويمكن حسابه كالتالي:

$$\text{العائد لفترة الاحتفاظ} = \frac{\text{التدفقات النقدية الجارية} + (\text{سعر بيع الأصل} - \text{سعر شراء الأصل})}{\text{سعر شراء الأصل}}$$

$$= \frac{\text{التدفقات النقدية الجارية} + \text{سعر بيع الأصل}}{\text{سعر شراء الأصل}} - ١$$

مثال (١):

لو اشتريت سهماً في ١٩٩٨/١/١ بـــ ١٠ دنانير، وحصلت في نهاية السنة على دينار واحد كتوزيعات أرباح، وكان سعر السهم في نهاية السنة ١١ ديناراً فكم العائد لفترة الاحتفاظ لهذا السهم في نهاية السنة.

الجواب:

$$\text{العائد لفترة الاحتفاظ} = \left(\frac{١+١١}{١٠} - ١ \right) \times ١٠٠\%$$

$$= (١.٢ - ١)\ ١٠٠\%$$

$$= ٢٠\%$$

مثال (٢):

لو اشتريت سهماً بدينار واحد سنة ١٩٢٥م، وقد اتبعت الشركة سياسة احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها من جديد منذ ذلك التاريخ، فإذا علمت بأن سعر السهم قد نما نتيجة هـذه السياسة حتى وصل إلى ٣٤٨ ديناراً في نهاية عام ١٩٨٧.

احتسب العائد لفترة الاحتفاظ؟ وكم يبلغ معدل العائد السنوي على هذا الاستثمار؟

الجواب:

$$\text{العائد لفترة الاحتفاظ} = \left(\frac{٣٤٨ - ١}{١} \right) \times ١٠٠\%$$

$$= ٣٤٧ \times ١٠٠\%$$

$$= ٣٤٧٠٠\%$$

نلاحظ مما سبق أن مقياس العائد لفترة الاحتفاظ لا يأخذ القيمة الزمنية للنقود بعين الاعتبار وهذه من أهم مشاكل هذا المقياس، لذلك لا يجب أن نتعامل معه إذا كانت مدة الاستثمار طويلة (تزيد عن سنة)، وللتغلب على هذه المشكلة يمكن استخدام مقياس للعائد يأخذ القيمة الزمنية للنقود بعين الاعتبار هو معدل العائد الداخلي IRR(Internal Rate of Return) ويحسب هذا العائد في حالة عدم وجود دفعات متكررة بالاستعانة بمعادلة القيمة المركبة (المستقبلية) لمبلغ، بعد تحويرها لحساب معدل العائد كالتالي:-

معدل العائد السنوي خلال فترة الاحتفاظ = $\sqrt[ن]{\frac{س}{ش}} - ١$

حيث:

س : سعر البيع

ش : سعر الشراء

ن : هي الزمن الذي سيستغرقه الاستثمار بالسنوات ومن المثال السابق فإن :-

معدل العائد السنوي = $\sqrt[٦٢]{\frac{٣٤٨}{١}} - ١$

= ١.٠٩٨٩ - ١

= ٠.٠٩٨٩ أو ٩.٩% سنوياً تقريباً

مثال (٣):

إذا كانت تكلفة أحد استثماراتك ٢٥٠ ديناراً، وأصبحت قيمته السوقية ٣٥٠ ديناراً بعد سنتين، فكم معدل العائد السنوي ؟

الجواب:

معدل العائد السنوي = $\sqrt[٢]{\frac{٣٥٠}{٢٥٠}} - ١$

= ١.١٨٣٢ - ١

= ٠.١٨٣٢ أو ١٨.٣٢ % سنوياً

مثال (٤):

إذا حققت أرباحاً رأسمالية قيمتها ١٢ ديناراً من استثمار مبلغ ١٠٠دينار، لمدة ستة شهور فكم معدل العائد السنوي ؟

الجواب:

معدل العائد السنوي = $\sqrt[\frac{١}{٢}]{\frac{١١٢}{١٠٠}} - ١$

= $(1.12)^2 - 1 = 25.44$ %

لاحظ أنه في حالة وجود توزيعات أرباح فإن حساب معدل العائد السنوي يصبح أعقد قليلاً. ولا بأس لمن يرغب بالاستزادة في مراجعة أحد كتب الادارة المالية لمعرفة كيفية حساب معدل العائد الداخلي في حالة وجود عدد من التدفقات.

ثانياً: قياس العوائد المتوقعة:

لو قمنا باستخدام نفس المفهوم السابق للعوائد التاريخية في توقع العوائد المستقبلية، فإنه يكون بإمكاننا توقع العائد على استثمار معين لو استطعنا التنبؤ بعنصرين:

١. التدفقات النقدية المتوقع استلامها من هذا الاستثمار.

٢. مستوى السعر الذي يمكن أن تصل إليه الورقة المالية في نهاية مدة الاستثمار (التي عادة ما تعتبر سنة).

ولكن هل يمكن التنبؤ بهذين العنصرين بدقة؟

فإن تحقق تنبؤاتنا أو عدمه مرتبط بعوامل خارجة عن سيطرتنا، ولكننا يمكن أن نخفض من درجة عدم التأكد لو استطعنا معرفة العوامل التي تؤثر على تحقق أو عدم تحقق العائد ودرجة احتمال حدوث كل عامل من هذه العوامل، ومستوى العائد المتوقع تحقيقه في حالة تحقق هذا الاحتمال، وهذا ما يعرف بالتوزيع الاحتمالي للعائد. ومعرفة هذا التوزيع هو مفتاح قدرتنا على توقع قيمة معينة للعائد تكون هي القيمة الأكثر احتمالا لتحققها، وهي ما يطلق عليه العائد المتوقع.

والآن دعونا نستعين بالمثال التالي لشرح المفاهيم السابقة وكيفية حساب العائد المتوقع من استثمار معين:

مثال:

لنفترض انك مستثمر وأمامك شركتان هما (أ) و (ب) وأن العائد الذي سوف تحققه من الاستثمار في أي شركة مرتبط بالوضع الاقتصادي الذي سيسود خلال فترة الاستثمار، وقد توقع محللون احتمالات الوضع الاقتصادي والعائد الذي سيتحقق في كل حالة كالتالي:-

الوضع الاقتصادي	احتمال تحقق هذا الوضع	العائد على الاستثمار في حالة تحقق هذا الوضع	
		أ	ب
نمو	%٣٠	%٧٠	%٢٥
عادي	%٤٠	%٢٠	%٢٠
تراجع	%٣٠	%٣٠-	%١٥
	%١٠٠		

من المثال نرى بأن هناك احتمال ٣٠% أن يحدث نمو في الاقتصاد ،وفي هذه الحالــة فــإن العائد على سهم الشركة (أ) سيكون (٧٠%)، أما العائد على ســهم الشــركة (ب) فســيكون ٢٥%، وهناك احتمالا بنسبة ٤٠% أن يكون وضع الاقتصاد عادياً وفي هذه الحالة يكون العائد ٢٠% لكــلا الشركتين.

كما أن هناك إحتمالاً بنسبة ٣٠% أن يحدث تراجع في الاقتصاد وفي هذه الحالة فإن الاستثمار في الشركة (أ) سيحقق خسائر بنسبة (٣٠%) أما الاستثمار فــي الشــركة (ب) فســيحقق عائــــداً مقــداره (١٥%)، لاحظ أيضاً أن مجموع احتمالات تحقق جميع الأحداث الممكنة هو واحد صحيح .

والآن كيف يمكن الاستفادة من التوزيع الاحتمالي السابق لمعرفة العائد المتوقع تحقيقه من كل شركة ؟

العائد المتوقع تحقيقه من أي استثمار هو القيمة الوسطية للنتائج المحتمــل حــدوثها مرجحــة باحتمال حدوث كلٍ منها. أي أن العائد المتوقع ينتج من ضرب كل نتيجة ممكنة باحتمال حدوثها ، ثم جمع الضرب لكل الحالات، للحصول على القيمة الوسطية أو القيمة الأكثر احتمالاً لتحققها.

أي أن:

$$\text{العائد المتوقع} = \sum_{\text{ر}=1}^{\text{ن}} \text{ع}_{\text{ر}} \times \text{ح}_{\text{ر}}$$

حيث :

$\text{ح}_{\text{ر}}$: احتمال تحقق الحدث ر

$\text{ع}_{\text{ر}}$: العائد في حالة تحقق الحدث ر

ونستطيع الآن أن نحسب العائد المتوقع للشركتين في المثال السابق كالتالي :-

العائد المتوقع للشركة (أ) = ٠.٣٠ × ٠.٧٠ + ٠.٢٠×٠.٤٠ + ٠.٣٠−×٠.٤٠

= ٢٠%

العائد المتوقع للشركة (ب) = ٠.٣٠× ٠.٢٥ + ٠.٤٠ × ٠.٢٠ + ٠.٣٠ × ٠.١٥

= ٢٠%

قياس المخاطر:

رأينا في المثال السابق أن العائد المتوقع من كلٍ من الاستثمارين متساوٍ فهل هذا يعني أن المستثمر يستطيع اختيار أيٍ منهما بدون فرق ؟

الجواب لا، لأن هناك جانباً آخر للقرار الاستثماري لا بد من أخذه بعين الاعتبار، ألا وهو درجة المخاطرة المرتبطة بالاستثمار، وكما ذكرنا سابقاً فإن المخاطرة هي احتمال عدم تحقق النتائج المتوقعة.

ولكن أي الاستثمارات أكثر مخاطرة؟

لو أمعنا النظر في التوزيع الاحتمالي في المثال السابق للاحظنا ما يلي:

بالنسبة للاستثمار (أ) فإن القيمة الأكثر احتمالاً أو القيمة المتوقعة هي (٢٠%)، ولكن يجب أن لا ننسى أن احتمال تحقق قيم أخرى للعائد لا زال وارداً، فهناك احتمال بنسبة (٣٠%) لتحقيق عائد (٧٠%)، كما أن هناك احتمال (٣٠%) لتحقيق خسارة بنسبة(-٣٠%)، أي أن هناك احتمالاً لابتعاد النتائج الفعلية عن المتوقعة بدرجة كبيرة.

أما بالنسبة للاستثمار (ب) فمع أن القيمة المتوقعة للعائد هي ٢٠% أيضاً، لكن احتمال تحقق نتائج فعلية تبتعد كثيراً عن المتوقع هو احتمال أقل، لأن النتائج المحتملة تتراوح بين (١٥%) باحتمال (٣٠%)، وبين (٢٥%) باحتمال (٣٠%) **أي أن المدى الذي يمكن أن يتقلب فيه العائد الفعلي حول العائد المتوقع أقل في الحالة الثانية عنه في الحالة الأولى.**

لذلك يمكن أن نقول أن الاستثمار الأول أكثر مخاطرة من الاستثمار الثاني.

ولكن كيف نقيس المخاطرة عملياً؟

لقياس المخاطرة نستعير من علم الإحصاء مقياساً يقيس مدى تشتت القيم حول وسطها الحسابي، يعرف بالانحراف المعياري وكلما كان الانحراف المعياري أكبر كانت إمكانية تحقق قيم بعيدة عن القيمة المتوقعة أكبر، وبالتالي تكون المخاطرة أكبر.

ولقياس الانحراف المعياري نتبع الخطوات التالية:

أولاً: حساب العائد المتوقع (المتوسط المرجح)، كما تم شرحه سابقاً.

ثانياً: قياس تشتت العوائد الممكنة عن وسطها (العائد المتوقع) :

وتقاس قيمة هذا التشتت بمقياس يعرف بالتباين (Variance) (σ) وهو يساوي :-

$$\text{التباين} = 6 = \sum_{ر=1}^{ن} ح_ر \,(ع - \bar{ع})$$

حيث:

$ح_ر$: احتمال تحقق الحدث ر

$ع_ر$: العائد في حالة تحقق الحدث ر

عَ: العائد المتوقع المحسوب من الخطوة الأولى

ثالثاً: قياس الانحراف المعياري الذي يساوي الجذر التربيعي للتباين

الانحراف المعياري = $\sqrt{\text{التباين}}$

ولو قمنا بتطبيق الخطوات السابقة لحساب الانحراف المعياري للشركتين أ و ب من المثال التوضيحي، لوجدنا التالي:

أولاً: العائد المتوقع للشركة أ = ٢٠%

العائد المتوقع للشركة ب = ٢٠%

ثانياً: التباين لعوائد الشركة (أ) = ٠.٣٠ (٠.٧٠ − ٠.٢٠)^{٢} +٠.٤٠(٠.٢٠−٠,٢٠)^{٢}

= ٠.٣٠ (−٠.٣٠− ٠.٢٠)^{٢}

= ٠.١٥

التباين لعوائد الشركة (ب) = ٠.٣٠ (٠.٢٥ − ٠.٢٠)^{٢} + ٠.٤٠ (٠.٢٠−٠.٢٠)^{٢}

+ ٠.٣٠ (٠.١٥−٠.٢٠)^{٢}

=٠.٠٠١٥

ثالثاً: الانحراف المعياري لعوائد الشركة (أ) = $\sqrt[٢]{\text{٠و١٥}}$ = ٠.٣٨٧٣

الانحراف المعياري لعوائد الشركة (ب) = $\sqrt[٢]{\text{٠و٠٠١٥}}$ = ٠.٠٣٨٧

نلاحظ أن الانحراف المعياري للشركة (أ) ٣٨.٧٣ % أكبر من الانحراف المعياري للشركة (ب) ٣.٨٧%، وبالتالي فإن مخاطرة الشركة (أ) أكبر، لأن فرصة عدم تحقق العائد المتوقع أكبر .

حساب العائد المتوقع والمخاطرة من معلومات تاريخية:

تحدثنا فيما سبق عن خطوات حساب العائد والمخاطرة في حالة معرفة التوزيع الاحتمالي، أي أن المعلومات هي معلومات مستقبلية متوقعة، ولكن أحياناً كل ما يتوفر لدينا هي معلومات عن العائد الذي تم تحقيقها خلال عدة فترات ماضية، وفي هذه الحالات يمكن الاستفادة من هذه المعلومات لحساب العائد المتوقع والمخاطرة على افتراض أن التاريخ يعيد نفسه، كما يلي :−

العائد المتوقع = الوسط الحسابي للعوائد المعطاة

$$= \frac{\text{مجموع العوائد}}{\text{عددها}}$$

المخاطرة = الانحراف المعياري للعوائد عن وسطها الحسابي

$$= \sqrt{\sum_{ر=١}^{ن} \frac{(ع_ر - \bar{ع})^{٢}}{ن-١}}$$

$ع_ر$ = العائد للفترة ر

ع = الوسط الحسابي للعوائد

ن = عدد الفترات

مثال: إذا أعطيت المعلومات التالية عن سهم ما:

السنة	العائد المحقق
١٩٩٥	١٥%
٩٦	-٥%
٩٧	٢٠%

قدر العائد المتوقع والمخاطرة لهذا السهم ؟

الجواب:

$$\text{العائد المتوقع} = \frac{١٥\% + -٥\% + ٢٠\%}{٣} = ١٠\%$$

$$\text{الانحراف المعياري} = \sqrt{\frac{(٠.١٥-٠.١٠)^{٢} + (-٠.٠٥-٠.١٠)^{٢} + (٠.٢٠-٠.١٠)^{٢}}{٣-١}}$$

$$= \sqrt{\frac{٠.٠٣٥}{٢}} = ١٣.٢ \%$$

ومع أن استخدام المعلومات التاريخية لتقدير المخاطرة المرتبطة باستثمار معين شائع الاستخدام، إلا أن استخدام مثل هذه المعلومات لتقدير العائد نادر، بل قد يعطي معلومات مضللة، فليس هناك ما يدعو المستثمر للاعتقاد بأن العائد للسنة القادمة سيكون وسطي العوائد المحققة في السنوات السابقة خصوصاً إذا توقعنا اختلاف الظروف المستقبلية عن الظروف التي سادت في الماضي.

معامل الاختلاف:

يمكن استخدام مقياس آخر للمخاطر هو معامل الاختلاف Coefficient of Variance والذي يساوي :

$$\text{معامل الاختلاف} = CV = \frac{\text{الانحراف المعياري}}{\text{العائد المتوقع}}$$

يعطي هذا المقياس حجم المخاطر لكل وحدة من وحدات العائد، وهو يوفر أساساً جيداً للمقارنة بين البدائل المختلفة في الحالات التي يكون فيها العائد المتوقع غير متساوٍ بين هذه البدائل.

ولشرح مفهوم معامل الاختلاف لنأخذ المثال التالي:

لنفترض أن أمامنا خيارين استثماريين (أ، ب) وكان العائد المتوقع، والانحراف المعياري لهما كما يلي:

	أ	ب
العائد المتوقع	٤٥%	٨%
الانحراف المعياري	١٥%	٤%

أي من هذين المشروعين أكثر مخاطرة بالنسبة للعائد المتوقع منه ؟

يساعدنا معامل الاختلاف لمعرفة ذلك كالتالي:

معامل الاختلاف للمشروع أ = $\frac{١٥\%}{٤٥\%}$ = ٣٣و٠%

للمشروع ب = $\frac{٤\%}{٨\%}$ = ٥٠و٠%

فالانحراف المعياري للمشروع (أ) أكبر، وبالتالي المخاطرة المطلقة أكبر، لكن كل وحدة من العائد (أي كل ١% من العائد) في المشروع (ب) تتحمل درجة مخاطرة أكبر. مع أن المشروع (ب) أقل مخاطرة من المشروع (أ) بمقياس الانحراف المعياري، لكن بمقياس معامل الاختلاف نجد أننا لا نفضل المشروع (ب)، لأن مخاطرةُ منسوبة للعائد المتوقع منه أعلى.

ومما يجدر ذكره أن الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف يقيسان المخاطر الكلية للإستثمار.

المبادلة بين المخاطرة والعائد:

العائد والمخاطرة سمتان متلازمتان لأي استثمار لأن قرارات الاستثمار تتخذ اليوم وتظهر نتائجها في المستقبل، والمستقبل في عالم الغيب ونتائج القرار غير مؤكدة، وبالتالي يواجه المستثمر عادةً عدة بدائل تتضمن مبادلة (Trade - off) بين عائد متوقع مرتفع ومخاطرة مرتفعة، أو عائد متوقع منخفض ومخاطرة منخفضة.

وقد أثبتت الدراسات أن معظم المستثمرين يتجنبون مثل هذه المخاطر، لذلك فإن الاستثمارات الأكثر مخاطرة يجب أن يكون العائد المتوقع عليها أعلى من الاستثمارات الأقل مخاطرة، فالمستثمرون يطلبون علاقة طردية بين العائد المتوقع ومخاطرة الاستثمار.

وتؤكد الدراسات الميدانية صحة النتائج السابقة، فمن خلال فحص ودراسة متوسط العوائد السنوية على أدوات الاستثمار المختلفة في الولايات المتحدة الأمريكية ودرجة الانحراف المعياري لها (كمقياس للمخاطرة) خلال السنوات ١٩٢٦-١٩٩٢ تبينت النتائج التالية:

الأداة الاستثمارية	متوسط العائد السنوى %	الانحراف المعيارى %
الأسهم العادية /شركات كبرى	١٢.٤	٢٠,٦
الأسهم العادية/شركات صغرى	١٧,٦	٣٥
سندات قروض شركات مساهمة	٥,٨	٨,٥
سندات قروض حكومية/ طويلة الأجل	٥,٢	٨,٦
أذونات خزينة أمريكية	٣,٦	٣,٣

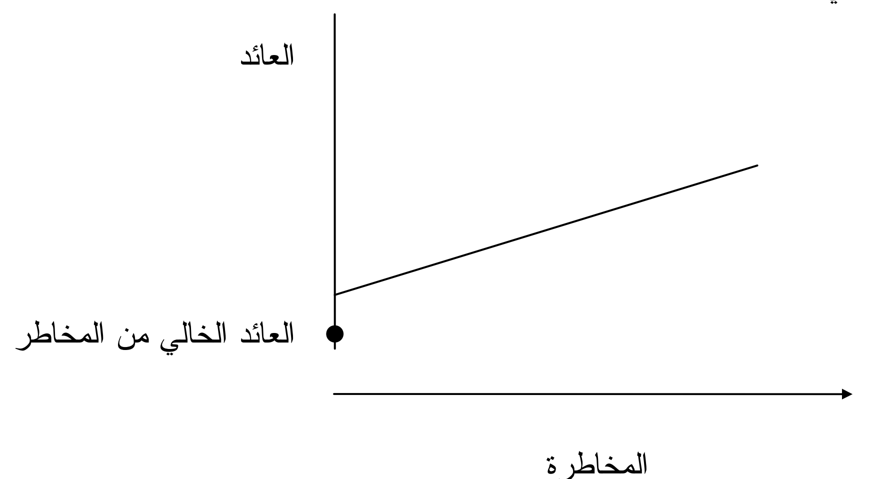
ويمكن أن نلخص المبادئ الأساسية في اتخاذ القرارات الاستثمارية، لمستثمر متجنب للمخاطرة، كما يلي:

أولاً: تفضيل المستثمر للعائد المتوقع الأعلى في حالة تساوي المخاطر.

ثانياً: تفضيل مستوى مخاطرة أقل في حالة تساوي العوائد المتوقعة.

ثالثاً: في أغلب الأحوال لا بد من عمل مبادلة بين المخاطر والعوائد، فمن يريد عائداً أعلى، عليه أن يتحمل مخاطرة أعلى، والعكس صحيح.

ويظهر الشكل التالي العلاقة الطردية بين العوائد المتوقعة والمخاطرة :



أنواع مخاطر الاستثمار:

تقسم مخاطر الاستثمار إلى قسمين:

١. المخاطر النظامية (أو السوقية أو العادية) Systematic Risk
٢. المخاطر غير النظامية: Unsystematic Risk

تعود المخاطرة النظامية لذلك الجزء من التباين بين العوائد المحققة والعوائد المتوقعة، الذي يحدث بسبب عوامل تؤثر على أسعار جميع الأوراق المالية بوجه عام، ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين، وتعتبر التغيرات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية مسببات لهذه المخاطرة، ويكون دور هذه التغيرات بإحداث تحرك في أسعار معظم الأوراق المالية في البورصة

بنفس الاتجاه، ولكن بدرجات متفاوتة، حسب طبيعة نشاط الشركة ومدى تـأثر مبيعاتهـا وأرباحهـا وبالتالي أسعار أسهمها بالتغيرات المستجدة ،سواء أكانت اقتصادية أم اجتماعية أم سياسية، وكـذلك مدى تأثر أسعار أسهمها بمستوى النشاط في سوق الأوراق المالية.وهذه المخاطر لا يمكن الـتخلص منها بالتنويع، إذ أنها تصيب جميع الاستثمارات في السوق ،لذلك يطلق عليها المخاطر غير القابلـة للتنويع.وتقاس هذه المخاطر بمقياس يطلق عليه معامل بيتا ، وهذا المعامل هو عبارة عن معامل خط الانحدار في معادلة خطية تربط بين عائد السوق كمتغير مستقل وعائد السهم المعني كمتغير تابع.

أما المخاطر غير النظامية فهي ذلك الجزء من المخاطرة الكلية الناتجة عن عوامـل تتعلـق بشركة معينة أو قطاع معين ،وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل، وهـذه المخاطرة ترتبط بأحداث إدارية أو مالية أو تسويقية أو إنتاجية أو فنية لشركة معينـة، تـؤثر علـى مبيعات الشركة وأرباحها وبالتالي على أسعار أسهمها، وبما أن هذه المخاطر تؤثر على أدوات بعينها فإنه يمكن تجنبها أو على الأقل تخفيض آثارها عن طريق تنويع الاستثمارات، وهذه المخاطر يطلـق عليها المخاطر الممكن تنويعها.

وسنستعرض فيما تبقى من هذا الفصل بعضاً من مصادر المخاطر النظامية والمخاطر غيـر النظامية.

مصادر مخاطر الاستثمار:

هناك عدة مصادر لمخاطر الاستثمار ،ولكن يمكن تقسيم هذه المصادر حسب نوع المخـاطرة التي تسببها، فهناك عوامل تسبب المخاطر المنتظمة، وهناك عوامل تسبب المخاطر غير المنتظمة.

أولاً: مصادر المخاطر النظامية:

هناك العديد من التغيرات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية تشكل مصدراً للمخاطر النظامية، ولعل أهم هذه التغيرات ما يلي:

أ. مخاطر السوق:

تتمثل مخاطر السوق بتلك المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعه، وكيفيـة إدراك المستثمرين واستيعابهم لهذه الأحداث، ويكون تعرض حملة الأسهم العادية لهذا النوع من المخـاطر أكثر من غيرهم من المستثمرين.

والأحداث التي تصل معلوماتها للسوق تؤثر على توقعات المستثمرين، وبالتالي علـى حجـم العرض والطلب بالنسبة للأسهم ومن ثم على أسعارها ، وقد تكون أحداثاً ملموسة ومنطقيـة كتوقـع انخفاض مستوى الأرباح للشركات ككل، أو توقع ارتفاع أسعار الفائدة، أو توقع حـدوث كسـاد أو غيرها من العوامل السياسية والاجتماعية والاقتصادية.

وقد تكون هذه الأحداث أحداثاً غير ملموسة تتعلق بسيكولوجية السوق، والتي تتعلــق بــردود الفعل غير المبينة على أساس منطقي من قبل المستثمرين، أو أحياناً ردود الفعل المبالغ فيها لحوادث معينة.

فمثلاً حدوث انخفاض في الأسعار على فترتين متتاليتين قد تحفز المستثمرين الآخرين على بيع أسهمهم خوفاً من مزيد من الانخفاض في الأسعار مما يؤدي إلى الانخفاض العام في الأســعار إلــى مستويات قد لا تكون حقيقية.

ومن الأمثلة على الحوادث غير الملموسة حوادث الاغتيال السياسي مثلما حدث عــام ١٩٦٣ عندما وصلت أنباء اغتيال الرئيس الأمريكي كندي، فقد حدثت عمليات بيــع هســتيرية اضــطرت المسؤولين إلى إغلاق البورصة، وبيعت الأسهم بأسعار منخفضة جداً، وعندما فتحت البورصة أبوابها بعد يومين عادت الأسهم إلى أسعارها الطبيعية.

أما أهم الأحداث الملموسة التي تؤثر على أسعار الأسهم فهي تغير أسعار الفوائد، وتغير القوة الشرائية للنقود، ولذلك سنقوم بدراستهما بشكل منفصل.

ب. مخاطر سعر الفائدة:

إن ارتفاع أو انخفاض سعر الفائدة السوقي له تأثير معاكس علــى أســعار الأوراق الماليــة والاستثمارات الأخرى، فارتفاع أسعار الفوائد السوقية يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم والســندات، والعكس صحيح.

تختلف درجة تأثر الأوراق المالية (بارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة) باختلاف أداة الاستثمار، فالأوراق المالية ذات الدخل الثابت – مثل الأسهم الممتازة والسندات – أكثر تأثراً مــن الأوراق ذات الدخل المتغير مثل الأسهم العادية، وكذلك تختلف درجة التأثر باختلاف تواريخ الاســتحقاق بالنســبة للسندات، فأسعار السندات طويلة الأجل تتقلب بدرجة أكبر من أسعار السندات قصيرة الأجــل عنــد حدوث تغير معين في معدل الفائدة السوقي.

ويعود السبب في انخفاض أسعار الأوراق المالية عند ارتفاع معدل الفائدة السوقي إلى تــوفر بدائل جديدة للاستثمار تعطي عائداً أعلى نسبياً – مقارنة بمخاطرتها – مــن العائــد الــذي تعطيــه الاستثمارات القديمة، لذلك يتجه بعض المستثمرين إلى بيع اســتثماراتهم القديمــة، للاســتثمار فــي المجالات الجديدة، مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية القائمة إلى المستوى الذي تصبح فيه منافسة للبدائل الجديدة، فمثلاً لو قام مستثمر بشراء سند خزينة يعطي عائداً قدره ٩%، وبعــد فتــرة أصدرت الدولة سندات خزينة جديدة بسعر فائدة ٩.٥%.

فماذا سيحدث لسندات الخزينة الأولى؟

إن سندات الخزينة الأولى تعطي عائداً أقل من العائد السوقي، إذ أن الإصدار الثاني له نفس درجة المخاطرة، ولكنه يعطي عائداً أعلى، لذلك لا بد من حدوث تخفيض في سعر السندات الأولى، بحيث يصبح العائد الذي يحققه المستثمر الراغب في شرائها مساوياً للعائد على السندات الجديدة .

ويمتد انخفاض الأسعار كذلك إلى السندات التي تصدرها منشآت الأعمال لأن العائد المطلوب عليها يصبح أعلى وبالتالي لا بد من حدوث انخفاض في سعرها السوقي لرفع معدل العائد عليها.

ولكن لماذا تنخفض أسعار الأسهم؟

إن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم لعدة أسباب، منها:

أولاً: إن ارتفاع أسعار الفائدة –والعائد الذي يحققه المستثمرون في السندات والودائع المصرفية– يغري جزءاً من المستثمرين ببيع جزء من أسهمهم والاتجاه نحو تلك الاستثمارات، وبالتالي زيادة المعروض من الأسهم.

ثانياً: إن كثيراً من المتعاملين بالأسهم يقومون بالاقتراض من البنوك أو من شركات الوساطة من أجل تمويل مشترياتهم من الأسهم، وعندما ترتفع أسعار الفوائد ترتفع تكلفة الاقتراض، وبالتالي ينخفض الطلب على القروض، وتنخفض الأموال المتوفرة لتمويل شراء الأسهم.

ثالثاً: إن كثيراً من الشركات تمول جزءاً من عملياتها بأموال مقترضة، وعند ارتفاع الفوائد فإن جزءاً أكبر من أموالها سيذهب لتغطية الفوائد على تلك القروض، وبالتالي تنخفض الأرباح والتوزيعات ومن ثم أسعار الأسهم لتلك الشركات.

ويعتقد بعض المستثمرين أن بإمكانهم تجنب مخاطر التغير في أسعار الفائدة بالاستثمار في أدوات مالية قصيرة الأجل، تكون أقل عرضة لتقلبات الأسعار، نتيجة لتقلب سعر الفائدة، ولكن مثل هؤلاء المستثمرين سيضطرون للقيام بسلسلة من عمليات إعادة الاستثمار، وإذا حدث وانخفضت أسعار الفوائد السوقية فإنهم سيجدون أنفسهم مضطرين لإعادة استثمار أموالهم بسعر فائدة منخفض، هذا ما يطلق عليه مخاطر إعادة الاستثمار، لذلك نرى أنه ليس من السهل التخلص من مخاطر تقلب سعر الفائدة.

جـ. مخاطر القوة الشرائية للنقود:

هي حالة عدم التأكد من مستقبل القوة الشرائية للمبالغ التي نتوقع استلامها من استثمار معين؛ نتيجة الارتفاع العام أو الانخفاض العام في أسعار السلع والخدمات.

ولتوضيح مصدر الخطر في ارتفاع الأسعار، دعونا نفكر بعملية الاستثمار على أنها تأجيل لاستهلاك حالي على أمل الحصول على استهلاك أكبر في المستقبل، فالمستثمر عندما يقوم بشراء

سند بمبلغ معين فإنه يتخلى عن استهلاك بعض السلع والخدمات التي كان يمكنه الحصول عليها بهذا المبلغ، وذلك على أمل أن يحصل على سلع وخدمات أكثر في المستقبل.

ولكن ماذا لو حصل ارتفاع في أسعار السلع والخدمات التي يحتاجها هذا الشخص خلال فترة الاستثمار، إن قدرة هذا الشخص على الاستهلاك ستتآكل بمقدار الارتفاع في هذه الأسعار، وهذه هي مخاطرة تغير القوة الشرائية.

إن الارتفاع العام في الأسعار يعرف بالتضخم، ويرجع سبب هذا الارتفاع إما إلـــى ارتفـــاع تكاليف الإنتاج، أو إلى زيادة الطلب على السلع والخدمات عن المعـــروض منهـــا، وعـــادة تكـــون الاستثمارات ذات الدخل الثابت كالسندات والودائع المصرفية أكثر تأثراً بهذه المخاطرة من غيرها من الاستثمارات، فإذا ارتفعت معدلات التضخم فإن القيمة الحقيقية لعوائد الاستثمار تنخفض، مما يـــؤدي إلى انخفاض المعدل الحقيقي للعائد على الاستثمار عن المعدل الاسمي لهذا العائد.

أما الاستثمار في الأسهم العادية ، فإنه يشكل في معظم الأحيان حماية للمستثمر من مخـــاطر القوة الشرائية، وذلك لأن أسعار الأسهم في السوق المالي تستجيب غالباً للظروف التضخمية، فترتفع هي الأخرى، مما يحافظ على القيمة الحقيقية للاستثمار فيها، وهي بذلك تحمي المستثمر من المخاطر التي يتعرض لها حامل السند.

فالأسهم تشكل ملكية لجزء من أصول الشركة الحقيقية التي ترتفع قيمتها في ظروف التضخم، وبالتالي ترتفع قيمة الأسهم التي تمثل ملكية هذه الأصول، ومن ناحية ثانية فإن الشركات تقوم عـــادة برفع أسعار مبيعاتها في ظروف التضخم، وبالتالي فإن أثر التضخم لن يكون ســـلبياً علـــى أربـــاح الشركة وتوزيعاتها وبالتالي على أسعار أسهمها.

مصادر المخاطر غير النظامية:

من أهم هذه المصادر ما يلي:

أ. **مخاطر الإدارة:**

قد تتسبب الأخطاء الإدارية في شركة معينه بآثار سلبية على نتائج أعمال الشركة، وبالتـــالي على العائد على الاستثمار، فاتخاذ قرارات خاطئة نتيجة معلومات غير مكتملة أو غير دقيقة أو نتيجة التقدير الخاطئ للموقف، قد يؤثر على أرباح الشركة وبالتالي على أسعار أسهمها.

ومن الأخطاء الإدارية الشائعة سوء التصرف وعدم اتخاذ التدابير المناســـبة فـــي الحـــوادث الطارئة، كإضرابات العمال، أو خسارة مصنع أو حريق بعض محتوياته دون التأمين عليها، أو بسبب عدم تأمين حراسة كافية، أو عدم التعامل بحكمة مع جمعيات حماية المســـتهلك، وغيـــر ذلـــك مـــن الأخطاء.

ب. مخاطر الصناعة:

وهي تلك المخاطر التي تنتج عن ظروف وعوامل خاصة بقطاع معين أو بصناعة معينة دون أن يكون لها تأثير هام خارج هذا القطاع، ومن الأمثلة على هذه المخاطر، الإضرابات العمالية التي تؤثر على الشركات التي يشملها الإضراب بالإضافة إلى زبائنها ومموليها وموردي المواد الخام لها.

وكذلك ظهور قوانين تمس صناعات معينة مثل قوانين حماية البيئة من التلوث التي تؤثر على العديد من الصناعات وينتج عنها كميات كبيرة من المخلفات الملوثة للبيئة مثل مصافي البترول، أو زيادة الضريبة على صناعة معينة، أو إلغاء إعفاءات ضريبية أو جمركية كانت ممنوحة لها.

ومن المخاطر أيضاً، تغير أذواق المستهلكين أو ظهور اختراعات أحدث تؤدي إلى تحول المستهلكين عن منتجات الشركة، فبعد ظهور السيارات مثلاً كسدت صناعة العربات.

ومن المخاطر كذلك إزالة الحماية الجمركية التي تحد من استيراد السلع المنافسة للصناعات المحلية، فإذا قامت الدولة بتخفيض الجمارك أو إلغائها على سلع معينة، فإن السلع المستوردة ستصبح منافسة بشكل أكبر لمثيلاتها المصنوعة محلياً.

الرافعة التشغيلية والرافعة المالية وعلاقتهما بالمخاطر

أولاً: الرافعة التشغيلية:

في تحليلنا للتكاليف التي تتكبدها الشركات خلال عمليات الإنتاج يمكن أن نميز بين نوعين من هذه التكاليف: فهناك **التكاليف المتغيرة** وهي التكاليف التي يتغير مجموعها طردياً مع التغير في حجم النشاط، فتزيد بزيادته وتنقص بنقصانه، وهذه التكاليف وإن كانت متغيرة بمجموعها إلا أنها ثابتة بالنسبة للوحدة الواحدة من الإنتاج. وهناك **التكاليف الثابتة**، وهي التكاليف التي لا يتغير مجموعها مع التغير في حجم النشاط طالما كان التغير ضمن مدى معين، وعليه فإذا زاد حجم النشاط أو نقص تبقى هذه التكاليف على حالها، ومع أن مجموع هذه التكاليف ثابت إلا أن نصيب الوحدة الواحدة منها يتناقص مع زيادة الإنتاج.

وفي كثير من الأحيان تواجه الشركة عدة بدائل بالنسبة لنوع التكاليف التي ستستخدمها في الإنتاج، فقد تستطيع أن تستخدم درجة عالية من المكننة وبالتالي تكاليف ثابتة عالية وتكاليف متغيرة منخفضة، أو أن تستخدم مستوى محدود من المكننة مع تكاليف ثابتة منخفضة وتكاليف متغيرة مرتفعة، ويعتمد قرار الشركة باختيار الوسيلة المناسبة للإنتاج على توقعاتها لحجم المبيعات ومدى استقرارها، فمثلاً لو قامت شركة بشراء آلة حديثة يعمل عليها شخص واحد وتنتج كميات كبيرة دون حاجة لزيادة العمالة، فإن شراء هذه الآلة يمكن الشركة من زيادة الإنتاج وزيادة المبيعات دون أن تزيد التكاليف المتغيرة للوحدة، لأن زيادة الإنتاج لا تستدعي زيادة العمالة، ولكن يجب أن نلاحظ أن

شراء الآلة يؤدي إلى زيادة مصاريف الاستهلاك والصيانة، وهي مصاريف تدخل ضمن التكاليف الثابتة، وتخصم من المبيعات لغرض حساب صافي الدخل بغض النظر عن مستوى الإنتاج والمبيعات الذي تحققه الشركة، لذلك قد تتسبب هذه التكاليف في وقوع خسارة إذا كانت المبيعات منخفضة.

إن زيادة توظيف الأموال في الأصول الثابتة كالآلات الإنتاجية بهدف خفض التكاليف المتغيرة للوحدة تسمى بالرفع التشغيلي، وكلما كانت نسبة التكاليف الثابتة إلى التكاليف الكلية أعلى تتسم الشركة بدرجة أعلى من الرفع التشغيلي، وعند ذلك تحقق نسبة تغير صغير في المبيعات تغيراً أكبر في صافي الدخل التشغيلي، سواءً أكان هذا التغير سلبياً أم إيجابياً. ولتوضيح الفكرة والهدف من استخدام الرفع التشغيلي نأخذ المثال التالي:

مثال:

لنفترض أن إحدى الشركات لا تستخدم المكننة بشكل كبير وتعتمد في المقابل على العمالة اليدوية، وقد توفرت عنها المعلومات التالية:

سعر بيع الوحدة دينار ان

التكلفة المتغيرة دينار واحد

التكلفة الثابتة ٢٠.٠٠٠دينار

ولنفترض أن الشركة تنتج وتبيع ٣٠.٠٠٠وحدة حالياً.

يمكن حساب أرباح الشركة كالتالي :

	الايرادات (٣٠.٠٠٠ × ٢)	٦٠.٠٠٠ دينار
(-)	التكاليف المتغيرة (٣٠.٠٠٠ × ١)	(٣٠.٠٠٠) دينار
	هامش المساهمة الإجمالي	٣٠.٠٠٠ دينار
(-)	التكاليف الثابتة	(٢٠.٠٠٠) دينار
	صافي الدخل قبل الفوائد والضرائب	١٠.٠٠٠ دينار

ولكي نرى كيفية تأثير الرفع التشغيلي على صافي الدخل تعالوا بنا نفترض أن المبيعات قد زادت بـــ ١٠% أو انخفضت بـــ ١٠% فماذا يحصل لصافي الدخل :

	حالة ارتفاع المبيعات	حالة انخفاض المبيعات
الايرادات	٦٦٠٠٠	٥٤٠٠٠
- ت. متغيرة	(٣٣٠٠٠)	(٢٧٠٠٠)
هامش المساهمة	٣٣٠٠٠	٢٧٠٠٠
- ت. ثابتة	(٢٠.٠٠٠)	(٢٠.٠٠٠)

صافي الدخل قبل الفوائد والضرائب ١٣.٠٠٠ ٧٠٠٠

نلاحظ أن نسبة الزيادة في المبيعات = $\frac{٦٦٠٠٠-٦٠٠٠٠}{٦٠٠٠٠}$ =٠.١٠

قد قابلتها نسبة زيادة في الأرباح = $\frac{١٣٠٠٠-١٠٠٠٠}{١٠٠٠٠}$ =٠.٣٠

وأن نسبة الانخفاض في المبيعات بـــ ١٠% قد قابلها انخفاض في الأرباح بـــ ٣٠%، ويتضح من هذا المثال طبيعة المخاطرة المرتبطة باستخدام الرفع التشغيلي فزيادة المبيعات، تعني زيادة أكبر في الأرباح، ولكن انخفاض المبيعات يعني انخفاضاً أكبر في الأرباح كذلك.

ويمكن أن نقوم بتحليل المخاطرة المرتبطة بالرفع التشغيلي من وجهة نظر أخرى باستخدام ما يسمى بنقطة التعادل.

ونقطة التعادل هي كمية المبيعات التي يجب تحقيقها حتى يتساوى الإيراد الكلي مع التكلفة الكلية، وتكون نقطة التعادل عند مستوى مرتفع نسبياً من الإنتاج والبيع إذا ما اختارت الشركة استخدام رافعة تشغيل بدرجة عالية، والعكس صحيح.

ويمكن حساب نقطة التعادل رياضياً كالتالي :

الايرادات الكلية = التكاليف الكلية

الايرادات الكلية = التكاليف الثابتة + التكاليف المتغيرة

فإذا فرضنا أن عدد الوحدات المنتجة والمباعة لتحقيق التعادل = (ع). وأن سعر بيع الوحدة هو (س)، وأن التكلفة المتغيرة للوحدة هي (م)، فإن:

س × ع = التكاليف الثابتة + م × ع

ومنها فإن :

$$ع = \frac{\text{التكاليف الثابتة}}{س - م}$$

ويسمى مقام هذه المعادلة (سعر بيع الوحدة – التكلفة المتغيرة للوحدة) بهامش المساهمة للوحدة، أي مدى مساهمة كل وحدة في تغطية التكاليف الثابتة.

ولمعرفة علاقة نقطة التعادل بالمخاطر المرتبطة بالرفع التشغيلي لنأخذ أرقام المثال السابق :

نقطة التعادل للشركة = $\frac{٢٠.٠٠٠}{٢ - ١}$ = ٢٠.٠٠٠وحدة

وبما أن الشركة تنتج وتبيع عند مستوى ٣٠.٠٠٠ وحدة حالياً فإن مبيعات الشركة يمكـــن أن تنخفض بـــ ١٠.٠٠٠ وحدة بدون أن تحدث خسارة للشركة، وتسمى نسبة خفض المبيعات دون أن تحقق الشركة خسائر بنسبة هامش الأمان، وهي تساوي:

نسبة هامش الأمان = المبيعات المتوقعة – المبيعات عند التعادل / المبيعات المتوقعة

وبالنسبة لهذه الشركة فإن نسبة هامش الأمان تساوي :

نسبة هامش الأمان = ٦٠٠٠٠–٤٠٠٠٠ / ٦٠٠٠٠ = ٣٣%

والآن ماذا يحدث لنقطة التعادل ولهامش الأمان لو قررت الشركة أن تدخل الآلات بدرجة أكبر في عملياتها الإنتاجية بحيث أصبحت بياناتها كالتالي :

سعر البيع للوحدة	٢ دينار
ت. متغيرة للوحدة	٠.٥ دينار
ت. ثابتة	٣٧٥٠٠دينار

إن نقطة التعادل الجديدة قد أصبحت :

وحدات التعادل = ٣٧٥٠٠ / ٢–٠.٥ = ٢٥٠٠٠ وحدة

أما هامش الأمان فقد أصبح يساوي = ٦٠٠٠٠–٥٠٠٠٠ / ٦٠٠٠٠ = ١٦.٧%

نلاحظ أن عدد الوحدات اللازمة لتحقيق التعادل قد ارتفعت وفي نفس الوقت انخفض هـــامش الأمان للشركة أي أن مخاطرة الشركة قد ارتفعت.

ثانياً: الرافعة التمويلية:

ينتج الرفع المالي من الأسلوب الذي تتبعه الشركة في تمويل أصـــولها، فكمـــا نعلـــم هنـــاك مصدران أساسيان للتمويل هما: التمويل بالملكية والتمويل بالدين، وبما أن تكلفة التمويل بالدين ثابتـــة (بغض النظر عن مستوى الأرباح التي تحققها الشركة) لذلك تستخدم الشركات هذا النوع من التمويل من أجل محاولة رفع معدل العائد الذي يحصل عليه ملاك (أصحاب) الشركة. ويعتمد مـــدى نجـــاح الشركة في رفع معدل العائد على حقوق المالكين على قدرتها على اســـتثمار الأمـــوال المقترضـــة، وتحقيق عائد من وراء استثمارها يفوق تكلفتها، فمثلاً إذا استطاعت الشركة أن تحقق معدل عائد على استثماراتها يساوي ١٤%، بينما تكلفة الأموال المقترضة تساوي ١٢% فـــإن الفـــرق بـــين ١٤% و

١٢% سيعود إلى حملة الأسهم أو ملاك الشركة، وبالتالي سيحسن من معدل العائد الذي يحققونه، ولتوضيح الفكرة أكثر لنأخذ مثالاً مبسطاً :

مثال (٢):

لنفترض أن لدينا شركتين أ، ب، لديهما استثمارات بـ ١٠٠٠.٠٠٠ دينار لكل منهما، وقد مولت إحدى الشركتين استثماراتها بأموال الملاك فقط، بينما مولت الشركة الأخرى نصف استثماراتها بأموال الملاك، والنصف الآخر بأموال مقترضة بسعر فائدة ١٠%.

فإذا استطاعت كلا الشركتين أن تحقق عائداً على استثماراتها (قبل الفوائد والضرائب) يساوي ١٥% أي ١٥٠.٠٠٠دينار، فإن العائد الذي يحققه حملة الأسهم يحسب كالتالي:

	الشركة أ	الشركة ب
الأرباح قبل الفوائد والضرائب	١٥٠.٠٠٠دينار	١٥٠.٠٠٠دينار
(-) الفوائد	-----	(٥٠.٠٠٠)
الأرباح قبل الضرائب	١٥٠.٠٠٠	١٠٠.٠٠٠
(-) الضرائب (٥٠%)	(٧٥.٠٠٠)	(٥٠.٠٠٠)
صافي الدخل	٧٥٠٠٠	٥٠.٠٠٠

إن العائد الذي حققه حملة الأسهم في الشركة أ = $\frac{٧٥٠٠٠}{١٠٠٠٠٠٠}$ = ٧.٥%

أما العائد على حملة الأسهم في الشركة (ب) = $\frac{٥٠٠٠٠}{٥٠٠٠٠٠}$ = ١٠%

وبالتالي فإن استخدام الشركة (ب) لأموال الغير ذات التكلفة الثابتة قد حسن من معدل العائد الذي حصل عليه ملاكها، وهذا هو ما يسمى بالرفع المالي.

إن الأثر الذي يتركه الرفع المالي على الأرباح الصافية مشابه للأثر الذي يتركه الرفع التشغيلي، فأي زيادة في الأرباح قبل الفوائد والضرائب ستؤدي إلى نسبة زيادة أكبر في صافي الربح، وأي نقص سيؤدي إلى انخفاض أكبر في الأرباح، وبالتالي فإن الرفع المالي يزيد مخاطرة الشركة التي تستعمله. ويمكن توضيح الفكرة مرة أخرى باستخدام نقطة التعادل السابقة الذكر، إذ أن الفوائد المدفوعة على الأموال المقترضة تمثل تكلفة ثابتة على الشركة وبالتالي فإن زيادتها ستسبب رفع نقطة التعادل ، ومن ثم انخفاض هامش الأمان.

مثال (٣):

لنفترض أن شركة تستخدم التمويل بحقوق الملكية فقط لذلك لا يوجد فوائد ثابتة بالنسبة لها وقد توفر عنها المعلومات الآتية:

سعر بيع الوحدة	٥ دنانير
ت. متغيرة للوحدة	٣ دنانير
ت. ثابتة	٥٠.٠٠٠دينار

نقطة التعادل = $\frac{٥٠٠٠٠}{٥-٣}$ = ٢٥٠٠٠ وحدة

ولنفترض الآن أن الشركة تمول جزء من أصولها عن طريق السندات ودفعت على هذه السندات فوائد قيمتها ٢٠.٠٠٠دينار، فإن نقطة التعادل الجديدة تساوي:

$\frac{٥٠٠٠٠+٢٠٠٠٠}{٥-٣}$ = ٣٥٠٠٠ وحدة

كما لاحظنا سابقاً إن زيادة الرفع التشغيلي أو المالي أو كليهما معاً يؤدي إلى ارتفاع نقطة التعادل للشركة، وانخفاض نسبة هامش الأمان وبالتالي زيادة المخاطرة.

وكذلك فإن أي انخفاض في حجم المبيعات، أو ارتفاع في أسعار المدخلات التي تمثل تكاليف متغيرة سيتسبب بالنسبة للشركات التي تستخدم أحد أشكال الرفع أو كلاهما بانخفاض أكبر في الأرباح الصافية، بل قد يؤدي هذا الانخفاض إلى تحقيق الشركة لخسائر إذا ما تجاوز الانخفاض نسبة هامش الأمان.

وكما نعلم فإن انخفاض المبيعات أو ارتفاع تكلفة المدخلات يمكن أن ينتج عن عوامل المخاطر المنتظمة أو غير المنتظمة. فدورات النشاط الاقتصادي تؤثر على المبيعات بدرجات متفاوتة حسب طبيعة السلعة، ومهما كانت درجة التأثير فإن أرباح الشركات التي تستخدم أحد أشكال الرفع ستتأثر بشكل أكبر. وكذلك قد تنخفض المبيعات نتيجة فقدان عميل مهم، أو حدوث حريق أو إضراب أو ما شابه، والنتيجة ستكون نفس النتيجة السابقة.

وبما أن أي تغير في الأرباح سيؤثر على سعر السهم في السوق بالتبعية، لذلك يهتم المستثمرون بمعرفة مدى الرفع المالي والرفع التشغيلي الذي تستخدمه الشركة لأجل تقرير مستوى المخاطرة المرتبطة بهذا السهم.

أسئلة وتمارين

اختر الجواب الصحيح:

١. أي من الآتية أحد أشكال المخاطرة النظامية.

أ. احتراق آلات مصنع دون وجود تأمين عليه.

ب. تنظيم إضراب عمالي في القطاع الإنتاجي الذي تنتمي إليه الشركة.

ج. ابتعاد المستهلكين عن منتجات الشركة بسبب ظهور منتجات أحدث.

د. انخفاض أسعار الأسهم بما فيها أسهم الشركة لحظة سماع نبأ حول اغتيال زعيم سياسي في تلك الدولة.

٢. من خلال البيانات التالية احسب درجة المخاطرة من خلال الانحراف المعياري

العائد	احتمالية الحدوث
١٠%	٣٥%
١٥	
٥-	؟

أ. ٩,٦٥% تقريبا ب. ٤% جـ. ٩١,٥% د. إجابة أخرى هي.....

٣. كلما ازداد اعتماد الشركة على المكننة في إنتاج منتجاتها:

أ. انخفضت درجة المخاطرة النظامية ب. ازدادت مخاطر الرفع المالي

ج. ارتفعت درجة المخاطرة الخاصة د. انخفضت مخاطر الرفع التشغيلي

٤. أي من العبارات التالية صحيحة فيما يتعلق بالمخاطرة غير النظامية:

أ. يمكن تجنبها عن طريق التنويع. ب. الرفع المالي والتشغيلي أحد أشكالها.

جـ. تقاس بمقاييس التشتت. د. جميع ما ذكر صحيح.

٥. العلاقة بين العائد والمخاطرة:

أ. طردية ب. عكسية ج. ثابتة د. جميع ما ذكر خطأ

٦. كلما ازدادت درجة المنافسة في مجال نشاط الشركة،ازداد تأثرها ب:

أ. المخاطر النظامية ب. المخاطرغير النظامية ج. مخاطر تغير سعر الفائدة د. جميع ما ذكر خطأ

٧. يرغب مستثمر بالاستثمار في شركة الاتصالات الفلسطينية، وذلك بشراء جزء من أسهمها المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وبعد إجراء الدراسات اللازمة على العوائد المتوقعة تبين ما يلي:

العائد	الاحتمال
٢٠%	٤٠%
١٠%	٤٠%
١٠-%	٢٠%

فان معدل العائد المتوقع، ومعدل المخاطرة المرجحة في شركة الاتصالات =

معدل العائد المتوقع	معدل المخاطرة المرجحة
أ) ٦,٦٧% تقريبا	٤% تقريبا

ب) ١٣,٣٣%　　　　　١١% تقريبا

ج)١٠%　　　　　٦% تقريبا

د) جميع ما ذكر خطأ　　　　　لا شيء مما ذكر

٨. المخاطر غير النظامية هي التي:

أ. تؤثر على الأدوات الاستثمارية كاملة ولكن بشكل غير منتظم.

ب. تنتج عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو قطاع معين.

ج. يمكن قياسها والتنبؤ بها ولكن بشكل غير منتظم.

د. لا تؤثر على الهيكل التنظيمي للأداة الاستثمارية.

٩. إن قرار الاستثمار الرشيد في محفظة استثمارية يقود إلى اختيار أدوات استثمارية بينها:

أ. ارتباط إيجابي تام　ب. ارتباط إيجابي　ج. ارتباط سلبي　د. كل الأدوات الاستثمارية مناسبة لعمل محفظة

١٠. يؤدي ارتفاع نقطة التعادل إلى:

أ. ازدياد هامش الأمان　ب. نقصان هامش الأمان　ج. ثبات هامش الأمان　د. لا علاقة لنقطة التعادل بهامش الأمان.